

Perspectives

Hebdomadaire – N°23/247 – 22 septembre 2023

MONDE – L'actualité de la semaine

⇒ Ne surtout pas baisser la garde monétaire.....	2
⇒ Zone euro : une nouvelle dégradation de l'activité dans l'industrie en septembre.....	3
⇒ France : une hausse de l'inflation en août largement dictée par les prix de l'énergie.....	4
⇒ Espagne : les fonds NGEU soutiennent l'industrie du véhicule connecté	5
⇒ La BoE décide de faire une pause sur fond de forte baisse surprise de l'inflation.....	7
⇒ Chine : la grande relance n'aura pas lieu	9
⇒ Arabie : satisfecit du FMI sur les réformes en cours.....	11
⇒ Ukraine : un conflit commercial fait monter les tensions entre alliés	12
⇒ Ghana : une crise de la dette qui a provoqué la chute d'un géant ouest-africain.....	13

Ne surtout pas baisser la garde monétaire

La *Federal Reserve* a donc opté pour le statu quo : un vote unanime du FOMC qui laisse le taux directeur inchangé (fourchette cible inchangée à 5,25-5,50%), soit un niveau inédit depuis début 2001 et une hausse de plus de 500 points de base depuis le début du resserrement monétaire (mars 2022). Une pause qui ne signale néanmoins pas que les taux soient désormais bien ancrés tant les risques en faveur d'un resserrement supplémentaire (une toute dernière petite hausse avant la fin de l'année) planent. Des risques qu'alimentent les prévisions de croissance mais aussi (marginalement) d'inflation révisées à la hausse, le nouveau « *Dot Plot* » et, enfin, le discours de la Fed.

Les prévisions tablent, en effet, sur une croissance significativement plus soutenue en 2023 (2,1% contre 1% en juin) suivie d'un fléchissement moins marqué en 2024 (à 1,5% contre 1,1% en juin). La révision de l'inflation anticipée (*Personal Consumption Expenditures*) se limite à l'année 2023 pour laquelle l'inflation totale est marginalement revue à la hausse (de 3,2% à 3,3%) en dépit d'un fléchissement minime de l'inflation « *core* » (de 3,9% à 3,7%). Les projections d'inflation (2,5% et 2,6% pour, respectivement, les inflations totale et sous-jacente) pour 2024 sont inchangées. Tout comme le sont les prévisions à long terme de croissance (1,8%), de taux de chômage (4%), d'inflation (2%) et de taux des *Fed Funds* (2,5%).

Ce scénario d'atterrissement en douceur, atterrissage encore plus « doux » qu'envisagé en juin, justifie le mouvement de déplacement des taux anticipés par les membres du FOMC eux-mêmes. Si la médiane reste inchangée pour 2023 (à 5,625% suggérant donc une nouvelle hausse des taux d'ici à la fin de l'année), elle augmente de 50 points de base en 2024 (à 5,125% contre 4,625%). Cela dessine un scénario d'assouplissement limité à seulement 50 points de base, au lieu des 100 points de base suggérés en juin.

La teneur du communiqué n'évolue pas et continue d'insister sur la nécessité de ne surtout pas se précipiter : pour déterminer l'ampleur d'un éventuel resserrement monétaire supplémentaire, approprié pour ramener l'inflation à 2% « au fil du temps », il faut apprécier « le resserrement cumulatif de la politique monétaire, les retards avec lesquels la politique monétaire affecte l'activité économique et l'inflation, ainsi que les développements économiques et financiers ». La politique monétaire est jugée restrictive ; si la possibilité d'un nouveau resserrement n'est pas exclue, elle n'est pas garantie. La *Fed* laisse planer la menace d'une hausse supplémentaire, mais ne s'engage pas sur une trajectoire de taux spécifique, puisque les risques liés à un resserrement excessif ou insuffisant sont désormais jugés équilibrés.

Si la *Fed* reste suffisamment floue sur la nécessité d'une hausse supplémentaire, elle semble, en revanche, signaler clairement que l'assouplissement n'est pas imminent et qu'il sera très graduel. Son ton suggère qu'elle souhaite lutter contre un assouplissement massif et prématûre des conditions financières. Il faut donc s'attendre à voir son taux directeur s'installer durablement sur un haut plateau, tant que subsiste le risque de persistance de l'inflation et que l'économie se calme sans épouser la trajectoire signalant un atterrissage brutal. La croissance nominale reste élevée : la baisse du taux des *Fed Funds* serait donc progressive et pourrait ne pas intervenir avant mi-2024.

Les marchés tablaient encore, avant le FOMC, sur un assouplissement d'environ 100 points de base en 2024 : une anticipation trop favorable qui a été déçue. Les taux obligataires se sont donc violemment tendus ; les marchés actions ont baissé.

Zone euro

Zone euro : une nouvelle dégradation de l'activité dans l'industrie en septembre

Après le net ralentissement de l'expansion de l'activité mondiale au cours du printemps et de l'été, les enquêtes du mois de septembre sont attendues avec grand intérêt. Le ralentissement mondial s'est poursuivi en août avec la perte de vitesse de la croissance des services, commune aux économies émergentes et avancées. Dans l'industrie, en revanche, la contraction de l'activité avait ralenti, mais c'était uniquement le fait d'un rythme plus soutenu d'expansion dans les économies émergentes.

À cette faiblesse du cycle rapportée par les enquêtes s'opposent quelques signaux qui peuvent laisser croire à la préparation d'un rebond de l'industrie mondiale : que ce soit les ventes mondiales d'automobiles, les exportations coréennes de semi-conducteurs ou la reprise de la production des secteurs des technologies de l'information.

Dans la zone euro, les enquêtes PMI de septembre ne signalent cependant pas de récupération dans l'industrie. Au contraire, l'indice industriel marque une nouvelle baisse signalant une plus forte contraction de l'activité, qui dure désormais depuis juillet 2022. La moindre dégradation de l'activité ne vient que d'une moindre détérioration dans les services, en repli depuis deux mois.

Dans l'industrie, les commandes domestiques accentuent leur contraction, tandis que la demande étrangère se réduit un peu moins vite et les entreprises réduisent leurs stocks à la fois de produits finis et de biens intermédiaires, mais pas assez vite pour enrayer la contraction du ratio commandes/stocks. Si la production future est encore anticipée en hausse, son rythme d'expansion est de plus en plus faible, dégradant ainsi les perspectives d'embauche. Tous les signes d'une détente des contraintes sur l'offre sont présents avec la baisse du travail en attente et une compression des prix de vente et des marges.

Malgré la moindre détérioration de l'activité dans les services, les perspectives ne s'améliorent pas. Cependant, les entreprises restent confiantes et continuent de créer des emplois et cela, en dépit de la dégradation de leur marges, résultat d'un moindre pouvoir de fixation des prix lié à la faiblesse de la demande et au contexte désinflationniste. Ces évolutions confirment bien la décrue de toutes les composantes de l'inflation, y compris des services et des biens industriels en août, confirmée par la deuxième estimation de l'inflation fournie par Eurostat.

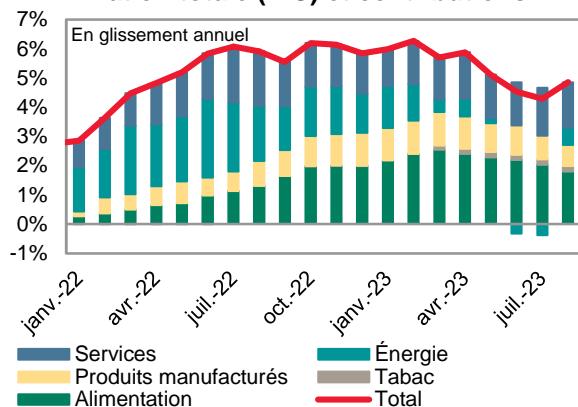
 **Notre opinion** – *La lisibilité de la situation conjoncturelle dans la zone euro est compliquée par la divergence croissante des évolutions de ses économies. La faiblesse de l'économie allemande s'est accentuée au cours de l'été, notamment dans l'industrie plombée à la fois par le ralentissement de ses grands marchés d'exportation (Chine et États-Unis) que par des facteurs plus structurels de perte de compétitivité liés au renchérissement de coût de l'énergie.*

Au mois de septembre, l'enquête PMI indique une moindre dégradation dans l'industrie et dans les services allemands, mais l'activité reste très affaiblie. En France, l'activité se dégrade davantage à la fois dans l'industrie et dans les services. Les pays de la périphérie ont jusqu'ici affiché une plus forte résilience, grâce aux bonnes performances du secteur du tourisme et aux efforts d'investissement soutenus par les fonds européens du NGEU. On attend donc avec attention la version définitive de l'enquête qui inclura aussi ces pays et qui nous dira si ces facteurs de force relative permettent de modérer l'affaiblissement cyclique de la zone.

☞ France : une hausse de l'inflation en août largement dictée par les prix de l'énergie

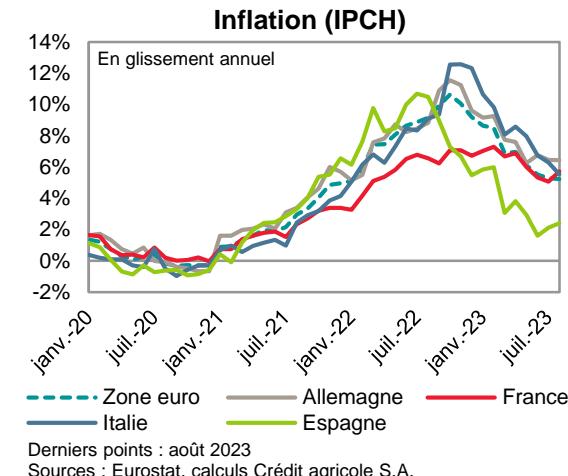
En France, l'inflation sur un an était en baisse ces derniers mois, après avoir stagné autour d'un plateau à +6% (au sens de l'indice des prix à la consommation, ou IPC) de juin 2022 à avril 2023. Elle a pourtant augmenté en août, à +4,9% après +4,3% en juillet, un chiffre révisé de +0,1 pt par rapport à l'estimation provisoire. Les raisons en sont assez claires : les prix de l'énergie repartent à la hausse sur un an (+6,8%), alors qu'ils étaient en baisse les deux mois précédents (-3,7% en juillet). Les autres composantes (hors tabac) ralentissent en revanche sur un an, ce qui est associé à une baisse de l'inflation sous-jacente (+4,6%, après +5,0%). Ce rebond des prix énergétiques en août (+6,6% sur un mois) tient à la fois à la hausse des prix de l'électricité (+8,0% sur un mois), en lien avec la hausse des tarifs réglementés de vente (TRV) et celle des prix des produits pétroliers (+7,0% sur un mois), directement affectés par la hausse des cours du pétrole.

Inflation totale (IPC) et contributions



En regardant l'indice qui permet les comparaisons entre les pays de l'Union européenne (l'indice des prix à la consommation harmonisé, ou IPCH), la France apparaît à rebours de la moyenne de l'UE et de la zone euro où l'inflation a poursuivi sa baisse en août, avec respectivement -0,2 pt et -0,1 pt en glissement annuel par rapport à juillet, contre +0,6 pt en France. Parmi les autres grandes économies de la zone euro, l'inflation a diminué sur un an en Allemagne (-0,1 pt), et surtout en Italie (-0,8 pt). L'Espagne a toutefois aussi connu une hausse de l'inflation en glissement annuel (+0,3 pt), mais les prix y ont bien moins augmenté sur un mois (+0,5%)

qu'en France (+1,1%), et l'inflation y est bien plus faible sur un an (+2,4%, contre +5,7% pour la France). La France connaît d'ailleurs désormais une inflation plus forte que la moyenne de la zone euro (+5,2%) et que l'Italie (+5,5%).



L'inflation est-elle donc vraiment plus forte en France ? En fait, le *timing* ainsi que le niveau d'inflation maximum atteint depuis la crise sanitaire n'ont pas été les mêmes dans les différents grands pays de la zone euro. La France a ainsi connu son pic d'inflation (+7,3% en glissement annuel au sens de l'IPCH en février 2023) bien plus tard que l'Espagne (+10,7% en juillet 2022), la zone euro (+10,6% en octobre 2022), l'Allemagne (+11,6% en octobre 2022) et l'Italie (+12,6% en octobre et novembre 2022). Le niveau d'inflation atteint sur un an au moment du pic y a aussi été plus limité et le pic pourrait davantage y être qualifié de plateau. Le bouclier tarifaire sur les prix du gaz et de l'électricité ainsi que la remise carburant avaient en effet fortement limité l'inflation en France en 2022 (aux dépens des finances publiques) ; la fin de la remise carburant et le retrait partiel du bouclier tarifaire début 2023 ont mécaniquement engendré une hausse de l'inflation, la nouvelle hausse des TRV de l'électricité (+10%) ayant eu le même effet en août.

En définitive, l'inflation cumulée depuis l'avant-crise sanitaire (soit janvier 2020) reste plus faible en France (+16,0%) qu'en Espagne (+16,7%), en Italie (+17,9%), en zone euro (+18,8%) et en Allemagne (+21,0%), en dépit des derniers chiffres d'inflation en glissement annuel.

☒ Notre opinion – La hausse récente des cours du pétrole (+25% par rapport à début juillet pour le Brent en dollars), si elle ne s'inverse pas, pourrait quelque peu remettre en cause la vitesse de décrue de l'inflation vers la cible de 2%. Les anticipations d'inflation semblent relativement bien orientées, avec une baisse de celles des entreprises à horizon trois à cinq ans en août d'après la Banque de France (-0,5 pt à +2,5%), et celles des consommateurs français sont les plus basses parmi les grands pays de la zone euro en juillet d'après la BCE, à horizon un an comme trois ans.

Malgré la hausse des prix de l'énergie, les consommateurs devraient bénéficier de gains de pouvoir d'achat en lien avec les fortes hausses de salaires enregistrées sur un an (+4,6% pour le salaire mensuel de base à la fin du deuxième trimestre, après +4,7% au trimestre précédent d'après la Dares). L'emploi est en ralentissement, mais le marché du travail pourrait aussi se montrer encore résilient, si on en croit le climat de l'emploi de l'Insee : l'indicateur synthétique, qui se situe au-dessus de sa moyenne de long terme, augmente en septembre (+2 pts à 104) en lien avec l'amélioration du solde d'opinion sur l'évolution à venir des effectifs dans les services. La consommation devrait donc rebondir dans les trimestres à venir, mais les ménages pourraient aussi constituer une épargne de précaution en lien avec l'incertitude générée par cette nouvelle hausse des prix de l'énergie. Ce d'autant que la perception de l'inflation est parfois bien différente des chiffres publiés par l'Insee, en particulier lorsque les prix qui augmentent sont ceux qui concernent les achats fréquents comme les carburants.

👉 Espagne : les fonds NGEU soutiennent l'industrie du véhicule connecté

Le vendredi 15 septembre, le ministère de l'Industrie, du commerce et du tourisme a clôturé le deuxième appel pour l'octroi d'aides aux projets visant à renforcer la chaîne de valeur du véhicule électrique et connecté dans le cadre du PERTE VEC, tant dans la section A, pour les batteries, que dans la section B, pour la chaîne de valeur industrielle.

En ce qui concerne la section A, visant à encourager l'investissement dans la capacité de production industrielle de batteries pour véhicules électriques, 48 demandes ont été reçues, les projets destinés à la production de batteries mobilisant un budget total de 5,8 milliards d'euros, provenant de 34 entreprises différentes. Au total, 909 millions d'euros ont été demandés sous forme de subventions et 166 millions d'euros sous forme de prêts. En outre, des

résolutions provisoires ont été publiées, représentant près de 322 M€ accordés sous forme de subventions, soit plus de 60% des fonds alloués à l'appel à subventions. L'allocation des fonds de l'appel sera finalisée dans les prochaines semaines.

Concernant la section B de soutien aux plans d'investissement visant la chaîne de valeur industrielle du véhicule électrique et connecté, ses systèmes, sous-systèmes et composants, ainsi que certains systèmes d'infrastructures auxiliaires nécessaires à son déploiement, 138 plans d'investissement ont été reçus pour réaliser 251 projets individuels dans la chaîne de valeur du véhicule électrique. Ces projets mobilisent 2,7 milliards d'euros. 892 millions d'euros ont été demandés sous forme de subventions et 319 millions d'euros sous forme de prêts.

☒ Notre opinion – Le secteur automobile joue un rôle stratégique dans l'économie espagnole : 11,4% de la valeur ajoutée brute de l'ensemble de l'économie et 10,95% du chiffre d'affaires de l'ensemble du secteur industriel. Les projets stratégiques pour la relance et la transformation de l'économie (PERTE) sont un instrument de collaboration public-privé récemment créé, inspiré des projets importants d'intérêt européen (IPCEI). Leur lancement est allé de pair avec la mise en œuvre des fonds européens de nouvelle génération (NGEU) afin, entre autres objectifs, de faciliter la canalisation de ces ressources vers des investissements dans des domaines stratégiques. Le PERTE VEC (4,25 Mds€) est le troisième plan stratégique en termes de fonds publics alloués avec un apport de l'investissement privée estimé à 19 Mds€, ce qui se traduirait par 140 000 nouveaux emplois, selon les prévisions du gouvernement.

Malgré la projection des PERTE comme instrument d'attraction de fonds vers des zones stratégiques, leur mise en œuvre n'est pas sans difficultés. En effet, à la fin de 2022, environ 5,6 Mds€ avaient été engagés (appels résolus), ce qui équivaut à moins de la moitié des fonds mobilisés par le biais de cet instrument. Et, bien que le degré de mise en œuvre des PERTE soit hétérogène, tous les plans ont connu des difficultés. Le PERTE VEC en est un exemple : sur les 2,9 Mds€ prévus pour le premier appel en 2022, plus de 2,1 Mds€ sont restés non affectés. À ces effets, des modifications ont été faites pour les appels ultérieurs. Dans le cas du PERTE VEC, afin de vérifier l'exigence selon laquelle 30 % de l'aide doit concerner les petites et moyennes entreprises, une modification a été introduite de sorte que les PME sous-traitées pour la mise en œuvre partielle des projets (impact indirect) puissent également être prises en compte. Dans tous les cas, le deuxième appel a atteint l'offre de fonds et le gouvernement en prépare un troisième, doté de 1,2 Md€.

L'électromobilité n'en est qu'à ses débuts et, avec elle, les principaux pays européens tentent d'attirer les investissements dans la production de batteries. C'est pourquoi l'attraction de ces investissements est l'une des principales raisons qui poussent les pays à se lancer dans la course aux véhicules électriques. Sur le Vieux Continent, l'Allemagne est le pays dont la capacité de production de batteries devrait être la plus importante jusqu'en 2030, selon les données de Transport & Environnement. Le pays maintiendrait sa

position de leader dans la production de véhicules, puisqu'il prévoit une capacité de production de batteries de 493 GWh pour les véhicules électriques d'ici la fin de la décennie.

Dans le cas de l'Espagne, l'estimation est à 116 GWh. La caractéristique de l'Espagne est l'absence de grands projets : la gigafactory de Volkswagen à Sagunto, qui devrait entrer en service en 2026, aura la plus grande capacité, avec un total de 40 GWh, suivi par celle que l'entreprise chinoise Envision, en collaboration avec Acciona, prévoit d'installer à Navalmoral de la Mata (Cáceres), qui aura une capacité de 30 GWh. Ensuite, l'usine Phi4Tech à Badajoz, d'une capacité de 20 GWh, l'usine de batteries promue par la zone franche de Vigo et le Centre technologique automobile de Galice (CTAG), d'une capacité de 16 GWh et enfin, Basquevolt, l'initiative basque pour les batteries à l'état solide, aura une capacité de 10 GWh. Dans le reste de l'Europe, on retrouve des usines plus importantes et, par conséquent, plus concentrées : la France arriverait à 122 GWh avec trois sites, la Pologne à 120 GWh avec deux sites, et la Hongrie à 237 Gwh avec un site à 100 GWh.

L'Espagne pourrait avoir sa place dans la production européenne et le PERTE VEC jouera un rôle important dans la mobilisation des fonds publics et privés. L'augmentation de la production permettra de mieux intégrer le secteur automobile espagnol et générer plus de valeur ajoutée. En revanche, le pays a encore des difficultés à capter de l'investissement privé étranger. La création d'un écosystème grâce aux PERTE pourrait changer la donne.

Royaume-Uni

☞ La BoE décide de faire une pause sur fond de forte baisse surprise de l'inflation

Le comité de politique monétaire (MPC) de la Banque d'Angleterre a décidé de maintenir son taux directeur inchangé à 5,25% à l'issue de sa réunion des 19 et 20 septembre contre des anticipations de consensus (nous inclus) qui tablaient sur un relèvement du taux de 25 points de base. Le MPC était partagé : la décision a été prise à une majorité de cinq contre quatre. Quatre membres auraient préféré monter le taux de 25 points de base.

Le MPC a décidé en revanche d'accélérer légèrement le rythme de réduction du stock d'actifs de la BoE à 100 milliards de livres sterling par an, contre 80 milliards de livres au cours de l'année passée. La BoE précise que cela devrait laisser le rythme des ventes de *gilts* globalement inchangé par rapport à l'année passée. Le taux directeur demeure son instrument privilégié de conduite de la politique monétaire, précise la BoE.

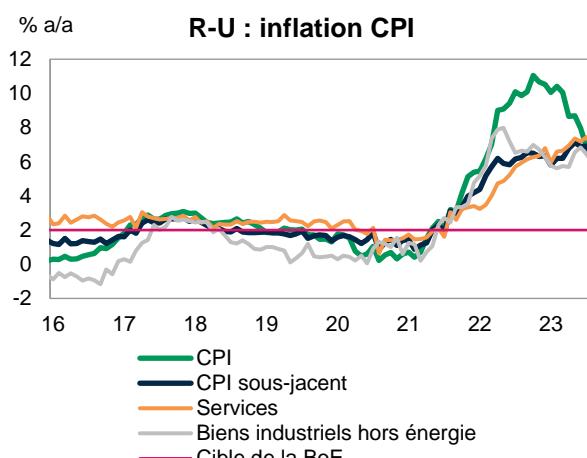
Dans les minutes qui ont accompagné sa décision, la BoE a commenté les données tombées depuis sa dernière réunion d'août, lorsqu'elle avait mis à jour ses prévisions de croissance et d'inflation. Les chiffres d'inflation du mois d'août (publiés seulement le 20 septembre, mais porté à la connaissance de la BoE avant sa réunion) ont surpris fortement à la baisse et c'est cette surprise qui semble avoir fait pencher la balance en faveur du *statu quo*. Le taux d'inflation de l'indice des prix à la consommation CPI a baissé de 6,9% en juillet à 6,7% en août, 0,4 point de pourcentage en-dessous de la prévision de la BoE, grâce à un ralentissement plus marqué que prévu de l'inflation sous-jacente, à 6,2% contre 6,9% en juillet (et un pic à 7,1% en mai). Ce ralentissement provient à la fois des prix des biens manufacturiers et de ceux des services. L'inflation des services a baissé à 6,8% en août, contre 7,4% en juillet, 0,3 point de pourcentage en-dessous de la prévision de la BoE. L'inflation des biens « core » a également été « beaucoup plus faible qu'anticipé », précise la banque centrale. L'inflation des biens

manufacturiers recule depuis un pic en mai à 6,8% à 5,2% en août, en raison de la baisse des coûts des matières premières hors pétrole.

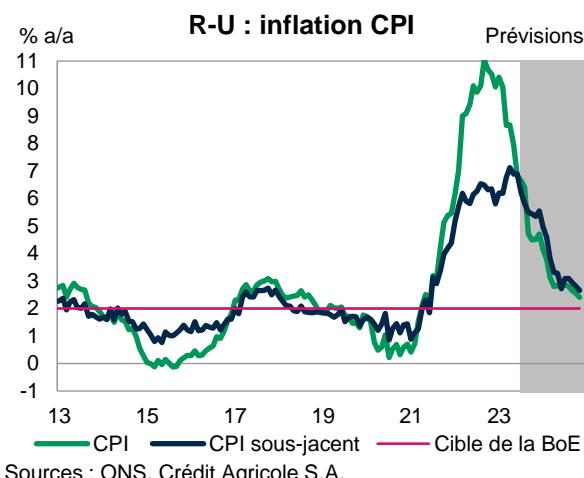
Malgré le rebond récent des prix du pétrole, l'institution continue de prévoir une baisse significative de l'inflation à court terme, en raison des effets de base favorables sur le taux d'inflation des prix de l'énergie et d'une modération supplémentaire anticipée de l'inflation des produits alimentaires et des produits manufacturiers.

Du côté de l'activité, les indicateurs disponibles suggèrent une croissance plus faible qu'anticipé au cours de la seconde moitié de l'année. La BoE ne prévoit plus qu'une hausse légère du PIB au troisième trimestre de 0,1%, contre 0,4% prévu dans le *monetary policy report* d'août.

La BoE a réitéré sa *forward guidance* « le MPC continuera de surveiller de près les signes de persistance des pressions inflationnistes et la résistance de l'économie dans son ensemble, y compris les tensions des conditions de marché du travail et le comportement de la croissance des salaires et de l'inflation des prix des services ». Or, les indicateurs de persistance ont été mitigés depuis la dernière réunion. Les conditions sur le marché du travail ont continué de s'assouplir, avec un taux de chômage qui a rebondi à 4,3% sur les trois mois à fin juillet, plus fortement qu'anticipé, et l'emploi a ralenti sur fond de faiblesse de l'activité. C'est la croissance des salaires qui semble interroger le plus la BoE. La croissance des rémunérations a continué d'accélérer, atteignant 8,1% dans le secteur privé en juillet (données de l'ONS), soit 0,8 point de pourcentage au-dessus de la prévision de la BoE. En revanche, ce résultat est différent d'autres indicateurs de paie qui se sont stabilisés à des taux légèrement plus bas, précise l'institution.



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – La décision du MPC du mois de septembre a été difficile, à en juger du résultat des votes au sein du MPC. Une autre hausse de taux de 25 pdb se justifiait largement : à 6,8% l'inflation est encore trop élevée, le marché du travail reste tendu, le taux de croissance des salaires n'est pas compatible avec la cible de la BoE et la baisse de l'inflation des services en août a été en grande partie due à des composantes volatiles (tarifs aériens, prix dans les hôtels). Il y a certes des signes d'affaiblissement de l'économie, mais la confiance du consommateur résiste et ses revenus réels croissent de nouveau. Les risques haussiers entourant l'inflation n'ont pas disparu, bien que le MPC juge qu'ils aient diminué. Ne pas faire assez risque de désancker les anticipations et alimenter la persistance de l'inflation. Mais, la majorité du comité semble avoir lu plus négativement les résultats des dernières enquêtes d'activité et un membre (le « dove » Swati Dhnigra très vraisemblablement) a même signalé que la politique monétaire risquait d'être trop restrictive.

Le MPC pourrait rester divisé à court terme quant au bon dosage du resserrement. L'économie britannique est à un tournant où le resserrement monétaire passé produit enfin de plus en plus des effets, mais la question de son bon dosage demeurera tant qu'on n'est pas à l'abri de surprises côté inflation. Pour cette raison, la BoE a laissé la porte ouverte à d'autres hausses de taux, si les indicateurs de persistance surprenaient à la hausse.

L'inflation des services restera un indicateur déterminant de la politique monétaire future. Son recul a été moins linéaire que celui des prix manufacturiers et a rythmé celui du resserrement : accélération à 7,4% en mai, recul à 7,2% en juin et un nouveau rebond à 7,4% en juillet. La BoE a surpris en juin en accélérant son rythme de hausse de taux à 50 pdb, puis le portant à 25 pdb en août, avant la décision, de nouveau surprise cette semaine de laisser les taux inchangés. Rebond des prix du pétrole, risque géopolitique persistants, l'inflation n'a sans doute pas dit son dernier mot.

Pays émergents

Asie

Chine : la grande relance n'aura pas lieu

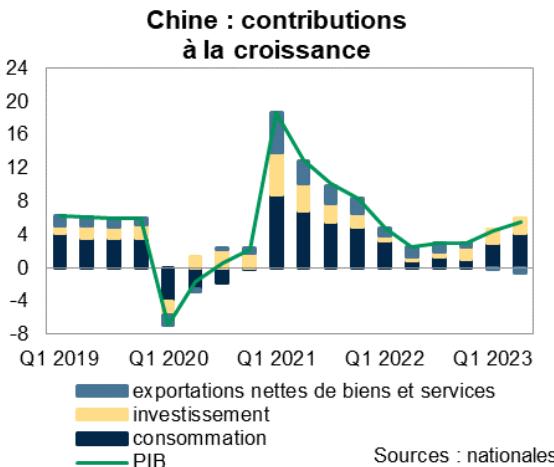
Après vingt ans de croissance intensive, la Chine (re)découvre le cycle. L'heure n'est pas encore à la récession, loin de là, sauf dans l'immobilier qui traverse une crise profonde et durable, mais au ralentissement, plus ou moins marqué selon les secteurs.

Bien sûr, il n'y aurait pas eu de sens à croire que la Chine continuerait de croître éternellement à 7% par an. Il n'empêche que, dans son processus de convergence, et surtout dans sa quête pour devenir la première puissance mondiale, le ralentissement chinois intervient trop vite et trop fort. La cible de croissance « autour de 5% » fixée en mars devrait bien être atteinte, mais uniquement grâce au dynamisme du premier trimestre, vite retombé.

Naturellement, tous les acteurs économiques ont repris leurs réflexes et se sont tournés vers les autorités chinoises, si efficaces pour relancer la machine en 2008, lors de la crise financière mondiale. Mais cette fois-ci, la réaction s'est fait attendre, et il n'est plus question de dépenser à tout va. Les espoirs des marchés, des investisseurs, des entreprises sont sûrement vains, car l'État chinois va poursuivre l'effort de désendettement entamé depuis 2016 et l'a annoncé clairement : la croissance pour la croissance n'est plus une priorité.

La « normalisation » ne fait que commencer

À court terme, l'urgence serait pourtant de provoquer un choc de confiance, afin de libérer une partie de l'épargne de précaution accumulée depuis trois ans par les ménages. Ces derniers, qui avaient massivement placé leurs actifs dans le secteur immobilier, sont actuellement confrontés à des arbitrages difficiles. Les banques ont été invitées à réduire les taux d'intérêt sur les dépôts, mais l'état du marché du travail, qui n'est plus vraiment reflété dans les statistiques – publiées ou non – est un frein à la désépargne.



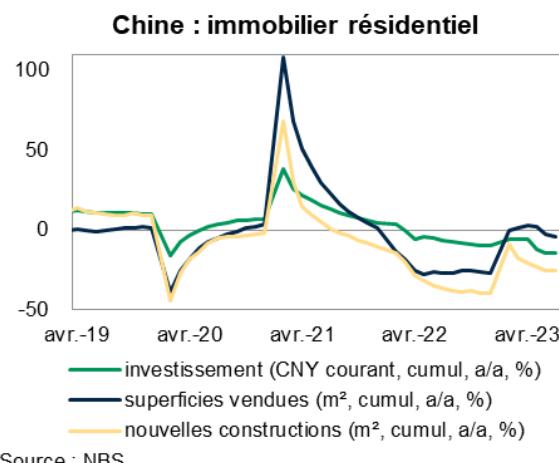
Les nouveaux investissements dans l'immobilier se font également lentement, malgré les mesures incitatives prises par les autorités (baisse du taux d'apport et allègement des réglementations pour les multipropriétaires), les ménages craignant de voir les prix continuer de baisser. Les marchés financiers restant encore peu développés pour les particuliers, l'heure est encore à l'attentisme. Et les victoires en demi-teinte, comme de meilleurs chiffres de ventes au détail qu'anticipé en août (4,6% en glissement annuel, quand le consensus prévoyait 3%), ne permettent pas de dire que la confiance est de retour.

Un indicateur reflète l'état de l'économie et de la demande : l'inflation. Passée brièvement en territoire négatif en juillet (-0,3% en glissement annuel), elle s'établissait à 0,1% en août. Elle témoigne autant du peu d'appétence des ménages à consommer que du processus de normalisation du prix des actifs en cours, qu'il s'agisse des prix de l'immobilier ou des marchés d'actions.

À court terme, sur quels moteurs peut compter l'économie ?

Pas sur la consommation donc, les ménages restant frileux. La décision des autorités de ne plus publier les statistiques du chômage des jeunes peut paraître anecdotique. Il s'agit pourtant d'une erreur de communication peu compréhensible, l'incertitude étant encore plus nocive que la connaissance du pire pour fixer les anticipations en économie.

Pas non plus sur le commerce extérieur : les exportations se sont contractées en août de 8,8%, après -12,4% en juin et -14,3% en juillet. Si la contribution du commerce extérieur net à la croissance a été négative (-0,6 pp) au deuxième trimestre, c'est aussi parce que les importations baissent moins vite que les exportations. L'excédent commercial, qui s'était approché des 1 000 milliards de dollars, a retrouvé en août son niveau de juin 2022,



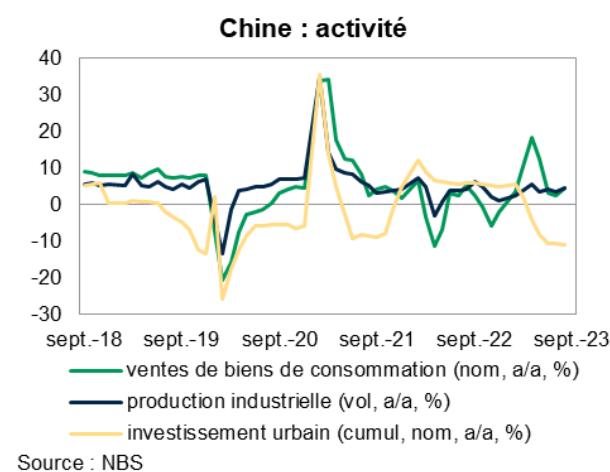
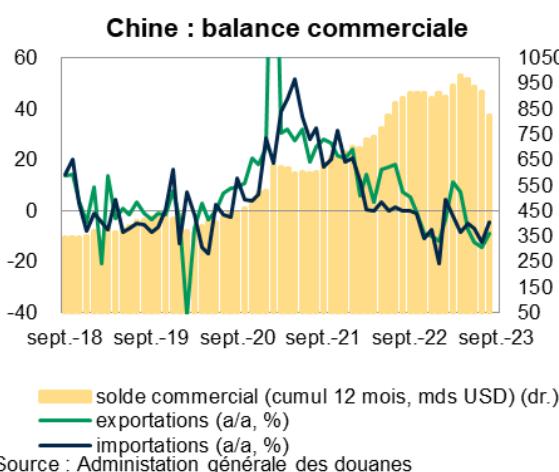
et s'élève à 820 milliards de dollars, un niveau toutefois encore très largement supérieur à celui de l'avant-Covid, où il se situait autour des 450 milliards de dollars.

Bien que les exportations chinoises en Asie du Sud-est soient restées dynamiques aux deuxième et troisième trimestres 2023, elles ne permettent pas de compenser le ralentissement de la demande venant du reste du monde, en particulier d'Europe ou des États-Unis. Et que ce ralentissement soit dû à une conjoncture économique moins porteuse ou à une évolution des stratégies d'approvisionnement fondée sur des considérations géopolitiques le constat est le même : les volumes d'exportations connus en 2021/2022 ne reviendront pas.

Reste qu'il ne faudrait pas enterrer le complexe industriel et manufacturier chinois trop vite. Le contexte

géopolitique a changé, cela est indéniable, mais les infrastructures, l'écosystème de fournisseurs et la maîtrise de la logistique en Chine demeurent très au-dessus de ceux de ses principaux concurrents asiatiques, comme le Vietnam, l'Inde ou la Malaisie.

À court et moyen termes, la production industrielle devrait donc toujours occuper une place importante dans la structure de la croissance, notamment dans les biens manufacturés liés à la transition écologique. La Chine est ainsi devenue le premier producteur et exportateur de véhicules électriques, même si les récentes annonces de l'Union européenne indiquant vouloir mener des enquêtes sur les subventions de l'État chinois dans ce secteur pourraient freiner les ambitions d'expansion chinoises sur certains marchés.



Notre opinion – Malgré les attentes, il est peu probable que les autorités chinoises se lancent dans une politique budgétaire très expansionniste. Elles ont indiqué très clairement que la priorité était plutôt au désendettement et à l'assainissement du secteur immobilier, même si la digestion de la crise devrait prendre des années. Ces derniers mois, de nombreux parallèles ont été faits entre la Chine actuelle et la crise immobilière qu'avait connu le Japon à la fin des années 80.

Si les conséquences semblent actuellement similaires (désinflation – voire déflation – et risque de trappe à liquidités, étant donné la politique monétaire très accommodante menée par la banque centrale chinoise), les causes et le contexte général de l'économie sont très différents. Il n'y a pour l'instant pas de problème de surendettement du côté des ménages chinois, comme c'était le cas au Japon ou aux États-Unis en 2008. La bulle vient avant tout des promoteurs et du système de Ponzi qu'ils ont mis en place, avec la complicité plus ou moins consciente des municipalités, dont une part croissante des recettes (jusqu'à 40%) venait de la vente de terrains. L'exercice d'équilibrisme auquel se prêtent maintenant les autorités chinoises est donc de désendetter les promoteurs et de faire reprendre les chantiers déjà payés, sans que les prix ne diminuent trop pour que la crise ne crée pas de pressions trop fortes sur les ménages et sur les banques dans lesquelles ils ont leur crédit, d'où un ajustement par les volumes (mises en chantier) plutôt que par les prix.

Le contexte est, contrairement au Japon des années 80, celui d'un pays encore émergent, dans lequel le développement administré de la périphérie (les villes dites « Tier-3 et au-delà ») n'a pas tenu ses promesses, créant un risque de trajectoire « en K » entre des villes Tier-1 et Tier-2 toujours sous pressions démographiques et le reste du pays. C'est aussi l'échec de la politique de lutte contre les inégalités et de la « prospérité commune », dans un pays où les écarts entre centre et périphérie vont continuer de se creuser. Enfin, gardons en tête que cette crise intervient alors que le PIB par tête de la Chine est largement inférieur à celui du Japon lors de la crise immobilière.

On aurait bien tort d'enterrer maintenant la Chine et ses ambitions de croissance. Forte de son secteur manufacturier, de la taille de son marché intérieur, des politiques sectorielles portant leurs fruits dans certains domaines comme celui des véhicules électriques. Il n'empêche qu'à court terme il est difficile de comprendre quels seront les futurs relais de croissance suffisants pour compenser l'affaiblissement du moteur qu'a représenté le secteur immobilier (jusqu'à 25% du PIB) ces vingt dernières années.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Arabie : satisfecit du FMI sur les réformes en cours

Les analyses macro-économiques du FMI sont toujours très attendues des observateurs en raison de la profondeur du champ d'investigation et des puissants moyens dont dispose le Fonds pour étayer ses recommandations. Ceci est d'autant plus vrai pour les pays qui engagent de profondes réformes afin d'améliorer le potentiel de l'économie.

L'Arabie saoudite est ainsi un cas d'école particulièrement intéressant en raison des profundes mutations économiques et sociétales que le pays est en train de vivre.

Que nous dit le document du FMI ?

Outre la bonne croissance conjoncturelle du PIB en 2022 (8,9%), le FMI souligne la montée en puissance du PIB hors pétrole et se dit impressionné par le doublement des recettes non pétrolières depuis 2017. La **diversification de l'économie** pour la rendre moins dépendante de la rente pétrolière était l'objectif central du projet de réformes et le pays serait donc en passe de réussir ce défi, puisque 60% des recettes de l'État sont issues du pétrole quand ce taux atteignait 90% il y a dix ans. Pour l'année 2023, le Fonds évalue à 1,9% la croissance du PIB pétrolier et à 4,9% celle du PIB hors pétrole. Il plaide pour la poursuite du calendrier de réformes, quel que soit le prix de l'or noir sur les marchés.

Concernant la composition de la croissance, la forte proportion de l'investissement privé et de la consommation des ménages depuis plus de deux ans indique que la montée en charge du secteur privé est bien effectif dans l'économie.

La **baisse du chômage** à 4,8% pour l'ensemble de la population active et à 8% pour les Saoudiens fin 2022 est saluée comme un succès de la mise en place des réformes. La hausse du taux de participation des femmes à 37% fin 2022, pour 18% en 2017, participe aussi à un meilleur taux de participation global. Même s'il reste encore élevé à 17%, la baisse du chômage des jeunes est ainsi notée.

La **politique monétaire** est bien articulée grâce au régime de change fixe au dollar américain, régime

qualifié d'adéquat compte tenu des recettes en dollar générées par la rente pétrolière. Opinion positive également du Fonds en ce qui concerne l'inflation et la politique des taux.

Le **système bancaire** est de bonne qualité et il compense la baisse des crédits immobiliers par les financements de projets. De même, les **entreprises non financières** (i.e. les 200 plus grandes entreprises commerciales et industrielles) sont estimées de bonne qualité, avec notamment une rentabilité plutôt meilleure que celle de leurs voisins et une bonne capacité de résistance aux chocs externes comme la chute du prix des hydrocarbures.

La **dette publique est modérée** à 23% du PIB et le pays dispose des marges de manœuvre très larges pour augmenter la fiscalité en cas de besoin. Le Fonds suggère la mise en place d'une règle fiscale et la baisse des subventions à l'énergie conjointe au renforcement des mesures de protection sociale pour les ménages les plus pauvres.

Concernant le solde courant de la balance des paiements, le Fonds semble toutefois regretter que les très larges excédents courants de l'année 2022 (13,6% du PIB) n'aient pas augmenté les réserves en devises, restées stables sur la période. Pour l'année 2023, les excédents devraient s'établir à 6,5% du PIB selon lui.

Les **risques éventuels** identifiés par le FMI sont surtout liés à la volatilité des prix du pétrole et aux éventuels plafonnements des productions pour maintenir les prix élevés. Mais il attire aussi l'attention des autorités sur le risque de surchauffe compte tenu de des nombreux projets en cours, ce qui pourrait alimenter l'inflation. Par ailleurs, les défis climatiques sont aussi bien identifiés

Concernant les projets de réformes « Vision 2030 », le Fonds remarque une forte hausse des **entrées touristiques** à presque de 8 millions de personnes au premier trimestre 2023 pour une moyenne de 4 millions environ avant le Covid. Cette évolution est le signe que la montée en charge du tourisme non religieux est à l'œuvre.

 **Notre opinion** – *L'intérêt du document tient aussi dans les réponses des autorités saoudiennes aux recommandations du FMI. Celles-ci témoignent d'une profonde convergence de vues sur les réformes et améliorations macro-économiques à accomplir et sur les réalisations déjà effectuées. Les remarques des autorités sur la mise en place d'amortisseurs en cas de crise et d'une meilleure anticipation des évolutions de l'environnement signifient que le pays est sans doute en train de modifier sa politique économique dans un sens beaucoup plus contra-cyclique que dans le passé. C'est une évolution très positive à vérifier dans la durée car le pays a un peu souffert dans le passé des à-coups pro-cycliques de la politique économique.*

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Ukraine : un conflit commercial fait monter les tensions entre alliés

Depuis quelques jours, le ton monte entre Kiev et trois pays d'Europe centrale, dont la Pologne, très proche alliée de l'Ukraine. Ce n'est pas la première fois que la question des exportations de céréales ukrainiennes, et plus particulièrement de blé, est abordée. En effet, l'UE avait décidé de supprimer les droits de douane des importations en provenance de l'Ukraine dans le contexte de la guerre, afin d'aider le pays à écouter ses stocks *via* d'autres moyens que par la mer Noire en grande partie bloquée par la Russie. Ce blé transporté par voies terrestres devait transiter par les pays d'Europe centrale pour être ensuite acheminé vers d'autres destinations. Seulement, quelques « petites quantités », insuffisantes pour être vendues à de très gros acheteurs, se sont retrouvées sur les marchés locaux en Pologne, Slovaquie et Hongrie. Avec des coûts de production bien plus faibles et l'absence de droits de douane, le blé ukrainien a fait chuter les prix des producteurs locaux, au point de provoquer un très grand mécontentement des agriculteurs. S'en est suivi alors une série de blocages des importations de céréales ukrainiennes, à l'initiative de ces pays, avant l'intervention des instances de l'UE qui ont accordé des aides financières aux pays d'Europe centrale, ainsi qu'un cadre réglementaire visant à garantir au mieux la concurrence pour les agriculteurs d'Europe centrale. Il y a quelques jours,

l'UE a décidé de ne pas renouveler cet accord qui est arrivé à échéance et est la source de ce regain de discorde.

À tour de rôle, la Slovaquie, la Pologne et la Hongrie ont bloqué les importations en provenance d'Ukraine en ajoutant à la liste d'autres produits comme la viande, les légumes... Ces agissements, contraires aux réglementations européennes, sont justifiés par les pays concernés comme une nécessité afin de protéger leurs intérêts nationaux. Rappelons que les échanges commerciaux avec l'Ukraine représentent moins de 5% des exportations et des importations des pays d'Europe centrale, mais ils sont plus importants pour l'Ukraine.

Le Premier ministre ukrainien, D. Shmyhal, a déclaré vouloir recourir à l'Organisation Mondiale du Commerce, suite au blocus des importations alimentaires décidé par ses partenaires et interdire à son tour des importations de produits en provenance de la Pologne et des deux autres pays. Une déclaration qui a mis de l'huile sur le feu, provoquant une surenchère de la part de Varsovie qui s'est exprimé *via* son Premier ministre : la Pologne va arrêter de fournir des armes à l'Ukraine pour se concentrer davantage sur la modernisation et le renforcement de ses capacités militaires à très court terme.

 **Notre opinion** – *Il est certes très étrange de constater qu'une divergence commerciale puisse aboutir à une déclaration stratégique aussi grave et importante pour tous les acteurs impliqués, bien au-delà du niveau de l'alliance Atlantique. Toutefois, il faudrait contextualiser cette montée de tensions dans un cadre de politiques internes animées par des campagnes électorales. La Slovaquie et la Pologne organisent des élections législatives, respectivement le 30 septembre et le 15 octobre. Les discours politiques de défense des intérêts nationaux, de renforcement des domaines militaires constituent le thème principal des élections. Donc, ces déclarations assez hostiles pour la diplomatie extérieure pourraient être interprétées comme des signes de force dans les débats internes.*

En revanche, s'il s'avère que la fracture est plus profonde et stratégique, on pourrait y voir le signe d'une très forte incertitude sur l'issue de la guerre et la capacité des forces ukrainiennes à faire face à la Russie dans la durée. Il est certain que sur le plan du sentiment de méfiance vis-à-vis de la Russie, la position polonaise reste la même, ce qui est par ailleurs moins valable pour la Slovaquie. En revanche, le soutien à l'Ukraine pourrait faiblir si la confiance dans la réussite de l'armée ukrainienne faiblit, ou si l'appui populaire quant à l'ampleur des moyens accordés à l'aide militaire et aux déplacements de population fléchit.

Enfin, la Pologne n'est pas le seul acteur dans cette alliance vis-à-vis de l'Ukraine, et c'est assez audacieux – voire dangereux – de la voir faire cavalier seul lors de ce type d'intervention. Cette déclaration fragilise l'unité occidentale qui pourrait être interprétée par la Russie et les autres puissances comme une brèche ouverte dans laquelle il conviendrait de s'engouffrer. De son côté, Kiev tirera certainement des conclusions quant à l'escalade très rapide et virulente face à des pays et des populations qui ont déjà beaucoup fait pour soutenir l'Ukraine et les réfugiés de la guerre. Dans tous les cas, une telle montée en flèche des tensions entre alliés ne présage rien de bon.

Afrique sub-saharienne

Ghana : une crise de la dette qui a provoqué la chute d'un géant uest-africain

Au printemps dernier, le conseil d'administration du FMI avait approuvé un prêt de 3 milliards de dollars au Ghana, après que ce dernier s'était déclaré en défaut de paiement. Ce programme de trois ans visait à restaurer la stabilité macro-économique du pays et replacer la dette sur une trajectoire soutenable.

Aujourd'hui, « les perspectives de l'économie sont positives et les indicateurs macro-économiques s'améliorent », a déclaré récemment le gouverneur de la Banque du Ghana (BoG), le Dr Ernest Addison. En effet, après la nette accélération de la croissance économique ghanéenne à 4,2% en glissement annuel au premier trimestre 2023, c'est cette fois-ci le taux d'inflation qui a diminué au mois d'août, atteignant 40,1% en glissement annuel, son niveau le plus bas depuis dix mois. Selon les données du Service statistique du Ghana (GSS), ce ralentissement s'expliquerait principalement par la diminution de l'inflation alimentaire qui est passée de 55% en juillet 2023 à 51,9% en août 2023.

Par ailleurs, les banques ghanéennes ont achevé ce premier semestre 2023 avec un bénéfice net de 4,3 milliards de cedis ghanéens, en hausse de 51% par rapport au premier semestre 2022. Cette évolution survient après une période particulièrement difficile pour les banques ghanéennes qui ont enregistré des pertes issues de leur abandon de créances sur les titres souverains en défaut.

Enfin, il s'avère que le Ghana a renégocié, il y a quelques semaines, l'équivalent de 4 milliards de dollars de sa dette interne détenue par des fonds de pension. Ces derniers, exclus du premier programme d'échange de la dette domestique (DDEP) clôturé en février dernier, ont accepté d'échanger 29,6 milliards de cedis (2,6 milliards de dollars) d'obligations existantes, dont le coupon moyen s'élève à 18,5%, contre de nouveaux titres de dette arrivant à échéance en 2027 et 2028 et dont le coupon moyen est de 21%. Le Conseil ghanéen du cacao (Cocobod) a, quant à lui, annoncé offrir aux investisseurs un coupon de 13% dans le cadre de l'échange de 7,7 milliards de cedis d'obligations existantes pour de nouvelles obligations arrivant à échéance en 2024 et en 2028. Ces opérations

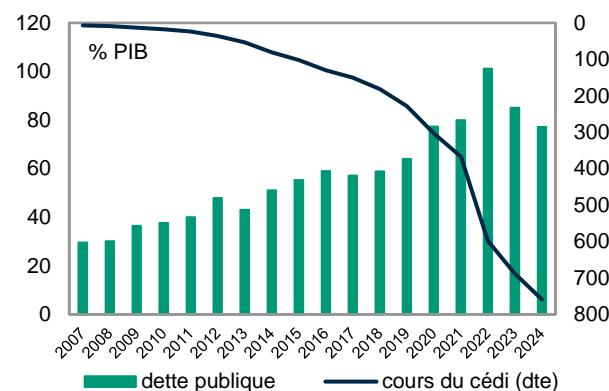
clôturent ainsi une étape cruciale pour le Ghana, celle de la restructuration de sa dette domestique et semble marquer un nouveau pas, celui d'une échéance de prêt du FMI d'ici la fin de l'année.

Pour autant, la structure de l'économie ghanéenne reste fragile. Tout d'abord, il est encore trop tôt pour déterminer si cette désinflation sera durable, d'autant plus que la décision de la Banque centrale européenne (BCE) d'augmenter son taux d'intérêt directeur à un niveau record de 4% pourrait causer de nouvelles hausses de l'inflation au sein du pays en cas de dépréciation du cedi.

De plus, en dépit des mesures d'austérité mis en place par le Ghana, sa capacité à capter des ressources fiscales est encore très limitée. L'assiette de fiscalisation, le nombre d'entreprises et plus généralement la part de l'économie qui paie des impôts est encore réduite, en raison notamment de l'importance du secteur informel. Par conséquent, malgré les efforts du pays pour enrayer l'hémorragie budgétaire, l'objectif de ramener la dette publique ghanéenne à 55% du PIB d'ici 2028 reste lointain.

Cela explique qu'en 2023, compte tenu des enjeux structurels de l'économie ghanéenne et du plan d'assainissement budgétaire convenu avec le FMI, les prévisions de croissance de l'économie ghanéenne ont été revues à la baisse à hauteur de 1,5% par le gouvernement.

Ghana : dette publique et devise

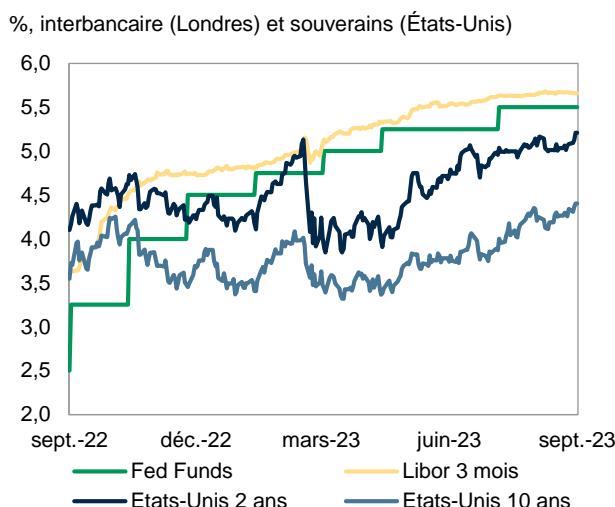


Sources : Min Fin, FMI, Crédit Agricole S.A.

☒ Notre opinion – Le premier programme d'échange de la dette domestique, lancé en février, a permis la restructuration d'une importante part des obligations domestiques que le pays avait prévu de restructurer. Outre l'échange de la dette domestique, les créanciers bilatéraux se sont également engagés au lancement de négociations sur la restructuration de la dette externe du Ghana. Celles-ci devraient aboutir dans les prochaines semaines. Toutefois, l'aide accordée à Accra par l'institution de Bretton Woods n'a encore que des effets limités. Le pays reste en proie à des niveaux d'inflation et d'endettement qui ne sont pas soutenables. Ainsi, le Ghana devrait, ces prochains mois, mettre en place de nouvelles mesures visant à rétablir la stabilité macro-économique et à promouvoir une croissance inclusive tout en préservant un modèle social et politique qui servait d'exemple, jusqu'à peu, dans la région en Afrique de l'Ouest.

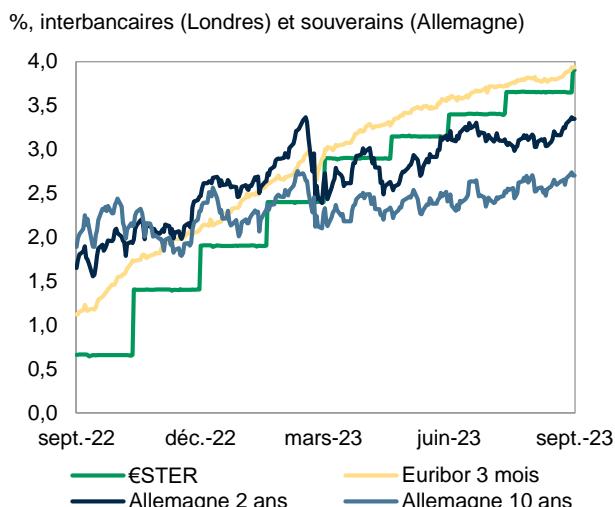
Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain



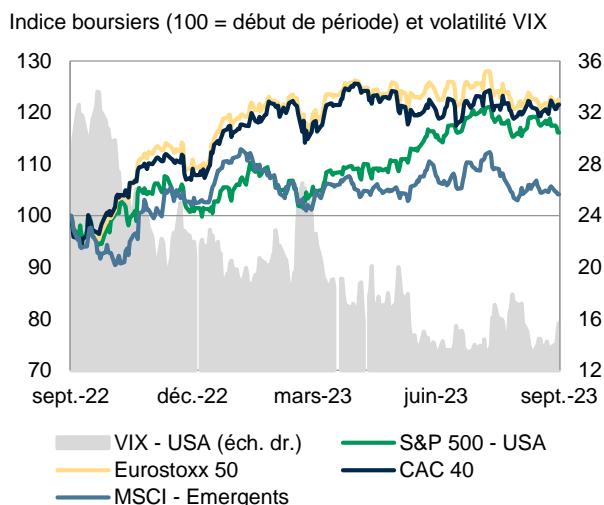
Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro



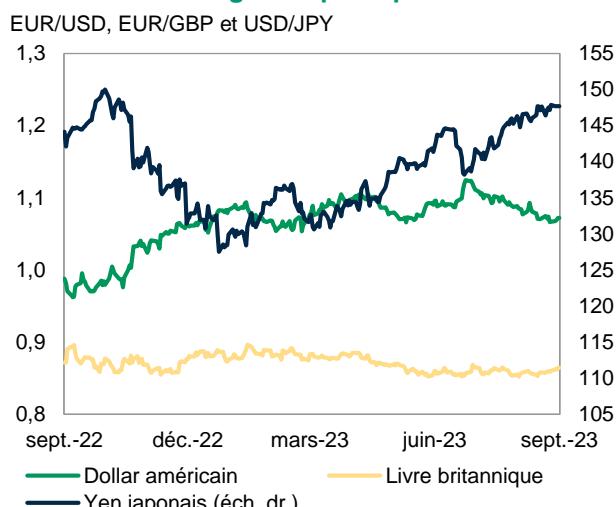
Source : Thomson Reuters

Marché actions



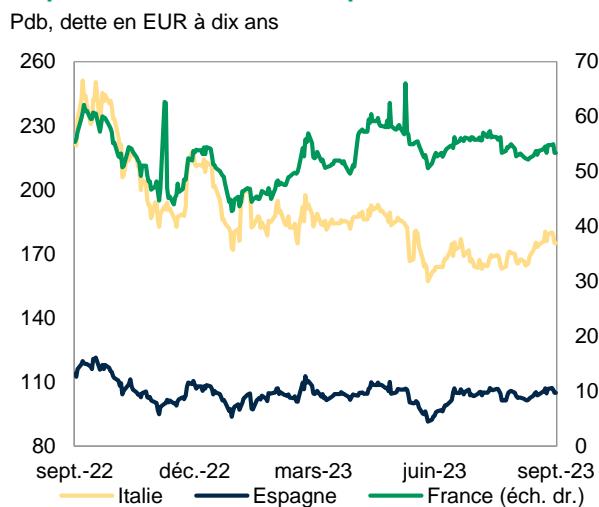
Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises



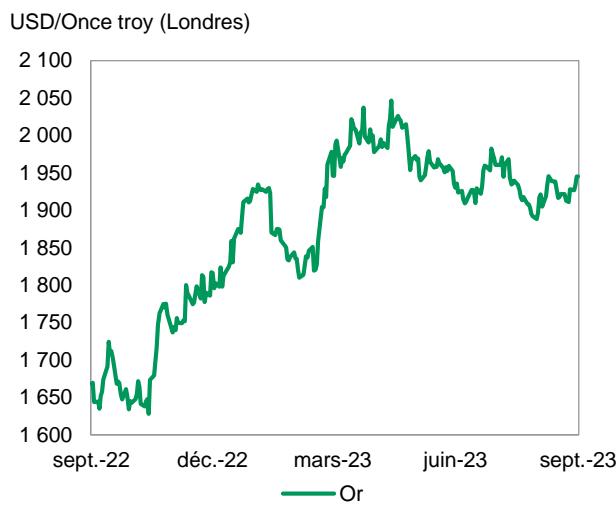
Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

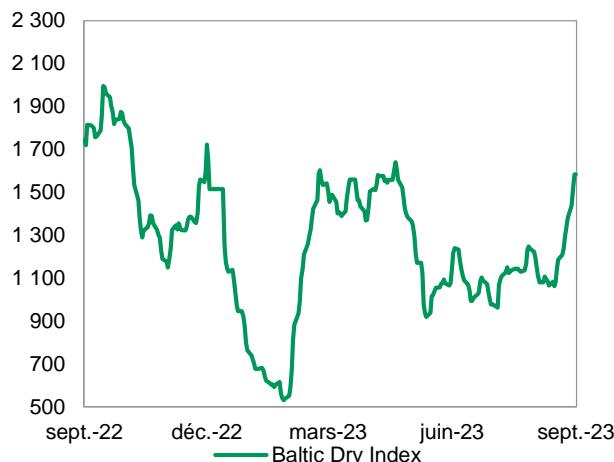
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Coût du transport maritime de vrac sec

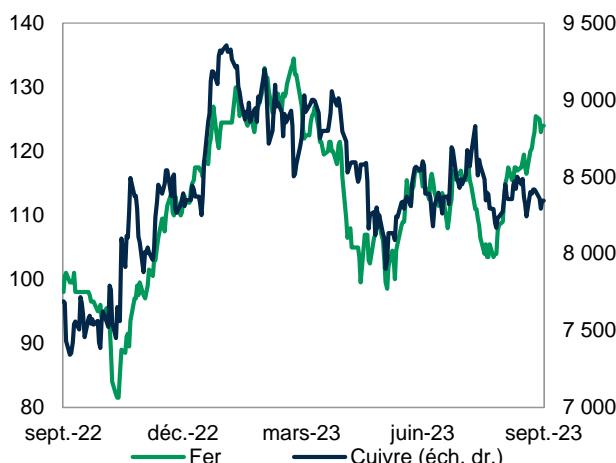
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours des métaux

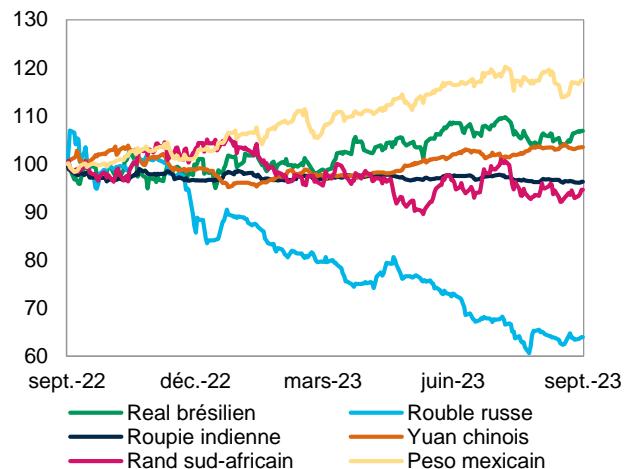
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Devises émergentes

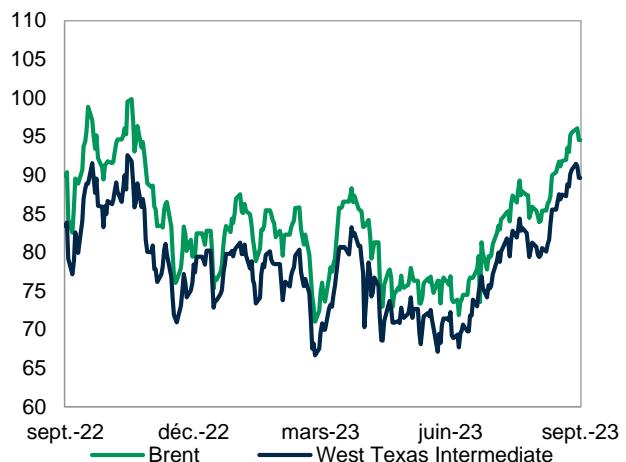
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Cours du baril de pétrole brut en USD

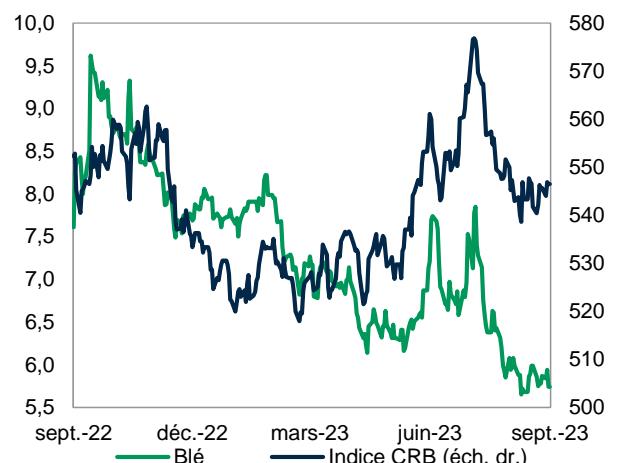
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Agriculture

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



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



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

[Une « normalisation » laborieuse](#)

Date	Titre	Thème
20/09/2023	Europe centrale : une année morose, avant une reprise poussive	Europe
18/09/2023	Parole de banques centrales – BCE : le débat se déplace du niveau à la durée	Zone euro
15/09/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
13/09/2023	Zone euro – Une rentrée tout en faiblesse	Zone euro
12/09/2023	Italie – Immobilier résidentiel : 2023, la fin d'un cycle	Italie, Immobilier
08/09/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
21/08/2023	Microtransaction, l'incontestable champion des jeux vidéo	Fintech, jeux vidéo
31/07/2023	Immobilier non résidentiel en France – Baisse des valeurs véniales des bureaux prime à Paris. Quelles conséquences pour les banques ?	Immobilier, France
28/07/2023	France – Conjoncture – Flash PIB : la croissance surprise à la hausse au T2 2023	France
24/07/2023	Blockchain gaming, l'avenir du jeu vidéo ?	Fintech

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 : 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 WIEVORKA

Amérique latine : Catherine LEBOUGRE (coordination scénario), Cézar 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 : Fabienne PESTY

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.