CRÉDIT AGRICOLE S.A.

18 juillet 2019

ALLEMAGNE
SCÉNARIO 2019-2020

Philippe VILAS-BOAS

"Une croissance amputée par le secteur industriel"

ECO
Études Économiques Groupe

ECO
Études Économiques Groupe

ALLEMAGNE

SCÉNARIO 2019-2020

1 | SYNTHÈSE

2 FOCUS 1 : RETOURNEMENT DU MARCHÉ DE L'EMPLOI ?

3 FOCUS 2 : QUELLES EXPOSITIONS AU COMMERCE EXTÉRIEUR ?

4 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

5 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

1 SYNTHÈSE
UNE CROISSANCE AMPUTÉE PAR LE SECTEUR INDUSTRIEL

Le rebond de la croissance allemande au T1 n'aura été qu'un répit de courte durée. Le recul de l'activité dans le secteur industriel s'éternise au T2 et pèse lourdement sur les perspectives de croissance annuelle. La production automobile est au plus bas et les autres grands secteurs industriels ne se relèvent pas, faute de carnets de commandes suffisamment remplis. Heureusement, l'activité dans le secteur des services compense pour l'instant celle de l'industrie, mais elle ne pourra pas durablement entretenir seule la croissance. L'Allemagne dispose encore de facteurs de soutien lui permettant d'espérer une croissance faible mais néanmoins positive en 2019 et 2020. La progression des salaires restera vigoureuse et continuera de soutenir la consommation privée. Les dépenses publiques sont attendues en hausse conformément à l'accord de coalition. L'investissement est amené à se tasser mais demeurera le deuxième contributeur à la croissance. En revanche, les exportations nettes devraient pénaliser encore durablement la croissance du PIB. Notre scénario de croissance annuelle a été révisé à la baisse à +0,7% en 2019 en raison d'une dégradation des perspectives de reprise du secteur industriel. Nous estimons que l'activité industrielle devrait rebondir plus significativement l'an prochain, raison pour laquelle nous inscrivons une modeste accélération de la croissance à 1% en 2020.

La consommation des ménages devrait accélérer grâce à des hausses salariales robustes attendues cette année et la suivante. Cependant, le marché de l'emploi fera face à de nouvelles tensions. Le rythme de créations d'emplois sera moins élevé que celui constaté l'an passé en raison d'une activité plus faible, mais il demeurera néanmoins positif. La mise au chômage partiel viendra provisoirement pallier au manque de dynamisme dans l'industrie. Les mesures de régulation du marché du travail temporaire pourraient également détériorer les chiffres du chômage si la reprise de l'activité industrielle venait à tarder. Les pressions inflationnistes resteront faibles, avantageant durablement les revenus réels et la consommation.

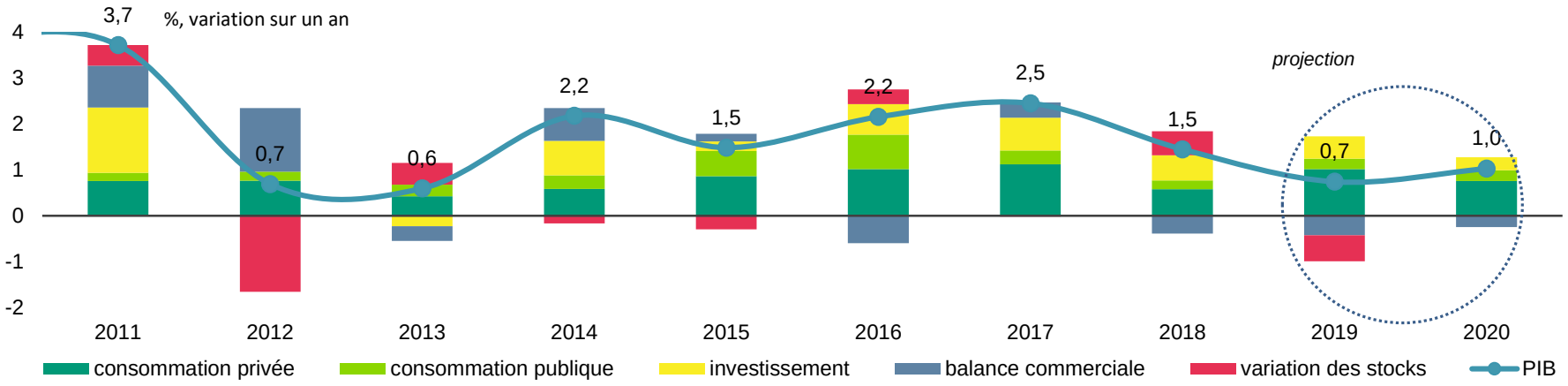
La consommation publique est estimée en légère accélération conformément à la mise en place du programme de coalition qui prévoit une augmentation des investissements publics et une revalorisation des prestations retraites ainsi que diverses aides aux familles. L'excédent budgétaire accumulé ces dernières années permet de garantir une trajectoire baissière de la dette qui devrait descendre sous les 60% du PIB cette année.

L'investissement demeurera le deuxième pilier de la croissance même s'il est amené à se réduire progressivement. Il pourra toujours compter sur une contribution soutenue de l'investissement dans la construction. L'investissement productif sera davantage à risque, en raison non seulement de la hausse des coûts salariaux unitaires qui comprime les marges des entreprises mais aussi des craintes d'un ralentissement plus prononcé du commerce mondial.

L'excédent commercial allemand sera davantage exposé à une détérioration de la croissance américaine et chinoise, ses deux principaux partenaires. La menace d'une hausse tarifaire américaine sur le secteur automobile a été repoussée de six mois mais n'est pas définitivement écartée. La probabilité d'une sortie non négociée du Royaume-Uni de l'Union européenne a augmenté faisant craindre une détérioration plus accentuée des échanges outre-Manche.

1 SYNTHÈSE
UNE CROISSANCE AMPUTÉE PAR LE SECTEUR INDUSTRIEL

Contributions à la croissance annuelle



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A

Allemagne	Variation moyenne annuelle (%)				Variation trimestrielle (%)											
	2017	2018	2019	2020	2018				2019				2020			
					T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB	**2,5**	**1,5**	**0,7**	**1,0**	**0,4**	**0,5**	**-0,2**	**0,0**	**0,4**	**0,2**	**0,2**	**0,2**	**0,3**	**0,3**	**0,2**	**0,2**
Consommation privée	2,0	1,1	1,9	1,4	0,2	0,3	-0,1	0,3	1,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3
Investissement	3,6	2,7	2,4	1,4	1,1	0,6	0,5	0,8	1,1	0,1	0,2	0,2	0,5	0,5	0,3	0,3
Variation des stocks*	0,0	0,5	-0,6	0,0	0,1	0,3	0,8	-0,6	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportations nettes*	0,3	-0,4	-0,4	-0,2	0,0	-0,3	-1,0	0,0	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Taux de chômage	3,8	3,4	3,2	3,1	3,5	3,4	3,4	3,3	3,2	3,2	3,2	3,2	3,1	3,1	3,1	3,1
Inflation	1,7	1,9	1,4	1,7	1,5	1,9	2,2	2,1	1,6	1,6	1,2	1,3	1,8	1,7	1,7	1,5
Solde public (% PIB)	1,0	1,7	1,2	1,0												

** Contributions à la croissance du PIB*
Source : Crédit Agricole SA, prévisions

ECO
Études Économiques Groupe

ALLEMAGNE

SCÉNARIO 2019-2020

1 SYNTHÈSE

2 | FOCUS 1 : RETOURNEMENT DU MARCHÉ DE L'EMPLOI ?

3 FOCUS 2 : QUELLES EXPOSITIONS AU COMMERCE EXTÉRIEUR ?

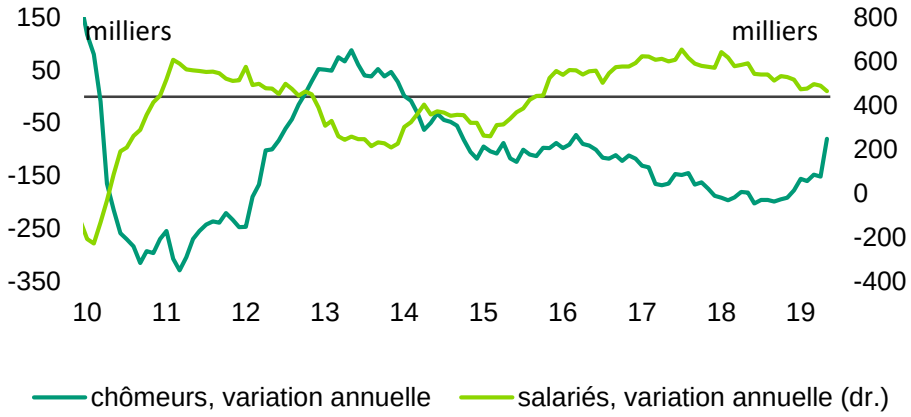
4 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

5 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

2 FOCUS 1 : RETOURNEMENT DU MARCHÉ DE L'EMPLOI ?

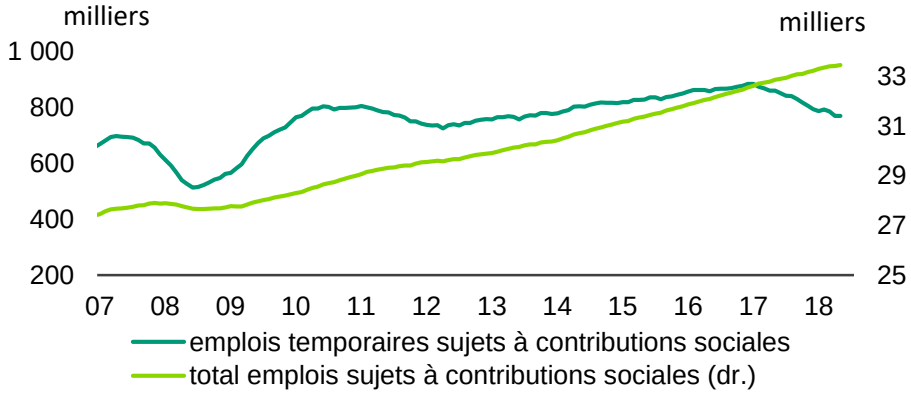
LA CROISSANCE EST-ELLE SUFFISANTE POUR ÉVITER UNE HAUSSE DU CHÔMAGE ?

Evolutions du marché du travail



Sources : DB, Crédit Agricole S.A.

Evolutions du travail temporaire



Sources : DB, Crédit Agricole S.A.

- Le nombre de chômeurs a augmenté de 60 000 personnes en mai selon l'agence allemande pour l'emploi. C'est la plus forte hausse observée depuis avril 2009. Les créations d'emplois ralentissent graduellement (en variation annuelle) depuis février 2018 mais demeurent néanmoins positives sur la période. Le nombre de postes vacants est lui aussi en recul au mois de mai comparativement au mois d'avril. Celui-ci affiche une tendance baissière depuis le S2-2018.
- La dégradation de la conjoncture économique se ressent plus visiblement sur le marché de l'emploi avec des enquêtes suggérant des entreprises plus frileuses à embaucher compte tenu de la faiblesse des carnets de commandes.
- Une récente enquête Ifo signale de surcroît une volonté de recourir davantage au chômage partiel : 8,5% des entreprises industrielles interrogées envisagent une telle mesure dans les trois prochains mois contre 3,8% l'utilisant déjà.
- Le travail temporaire se réduit depuis fin 2017 car il devient moins attrayant depuis l'entrée en vigueur des nouvelles lois de régulation : exigence d'une rémunération équivalente entre salarié et travailleur temporaire dès lors que celui-ci a travaillé au moins neuf mois dans l'entreprise (quinze mois maximum en cas d'accords de branches spécifiques). La durée maximale d'un travail temporaire est dorénavant limitée à dix-huit mois maximum.
- Si on estime une progression stable de la population active de l'ordre de 0,8% par an (moyenne sur la période 2011-2019) et une productivité du travail faible de 0,4% l'an, le rythme de croissance créateur d'emploi se situerait alors à 1,2% durant notre période de prévisions. Or, compte tenu des données dures et des enquêtes à notre disposition, nous estimons que la croissance allemande ne devrait pas dépasser ce seuil, ce qui signifie que le taux de chômage pourrait mécaniquement augmenter. Toutefois, il est raisonnable de croire qu'en cas d'arrêt prolongé du secteur industriel, des mesures d'aide au chômage partiel soient mises en place pour éviter des effets néfastes sur l'emploi.

ECO
Études Économiques Groupe

ALLEMAGNE

SCÉNARIO 2019-2020

1 SYNTHÈSE

2 FOCUS 1 : RETOURNEMENT DU MARCHÉ DE L'EMPLOI ?

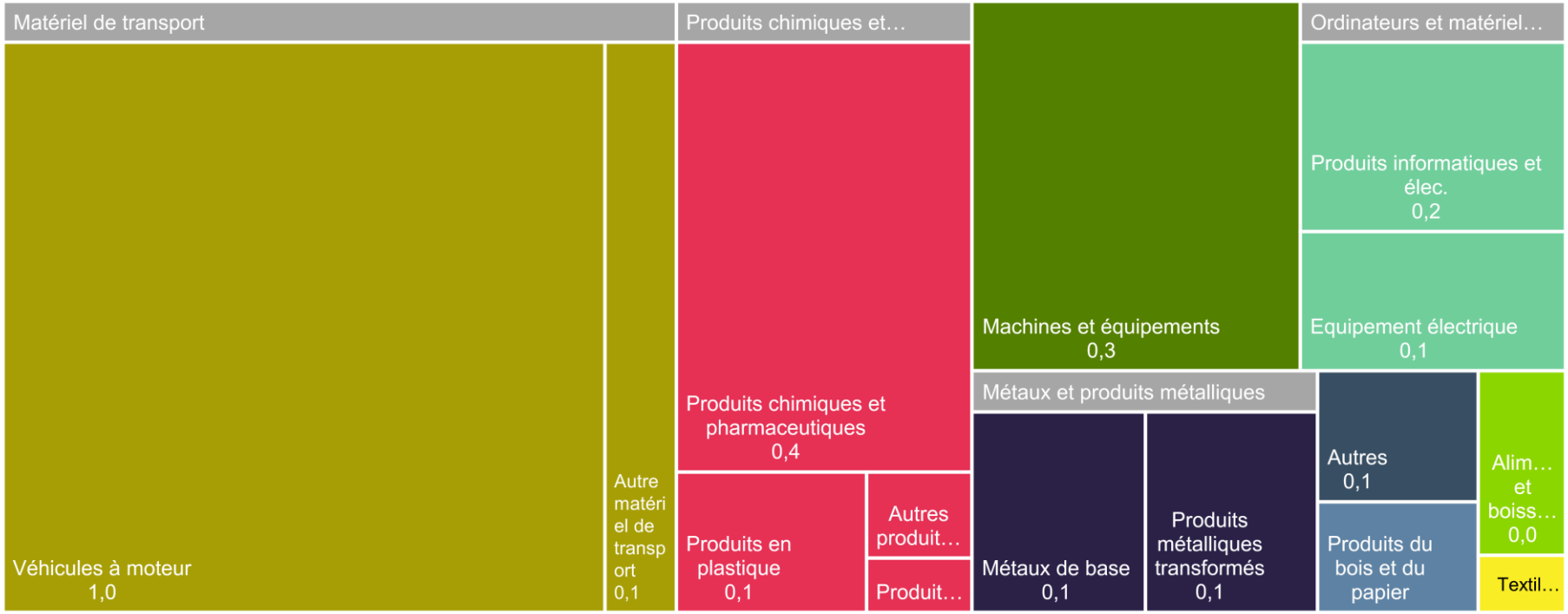
3 | FOCUS 2 : QUELLES EXPOSITIONS AU COMMERCE EXTÉRIEUR ?

4 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

5 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

3 FOCUS 2 : QUELLES EXPOSITIONS AU COMMERCE EXTÉRIEUR ?
ENVERS LES ÉTATS-UNIS

Valeur ajoutée contenue dans les exportations vers les États-Unis

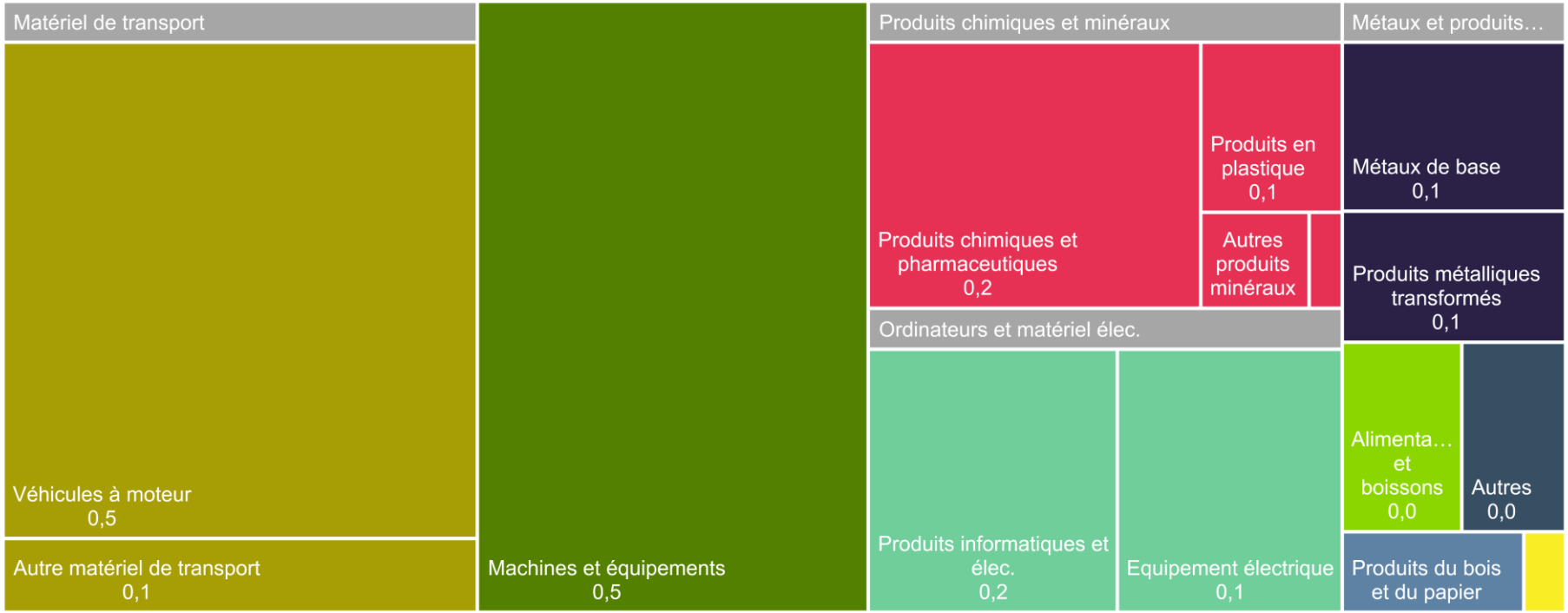


Sources : OCDE, Crédit Agricole S.A

Les exportations allemandes vers les États-Unis sont concentrées dans trois secteurs : l'automobile (1% du PIB), l'industrie pharmaceutique et chimique (0,4%), et les machines et équipements (0,3%). Ces trois secteurs concentrent une valeur ajoutée équivalente à 1,7% du PIB. Pour l'instant, les États-Unis ont repoussé leur décision de hausse tarifaire sur l'automobile jusqu'en décembre prochain. A cette date, les véhicules allemands importés pourraient être taxés de 25% supplémentaires occasionnant une chute des exportations du secteur qui viendra peser sur la croissance.

3 FOCUS 2 : QUELLES EXPOSITIONS AU COMMERCE EXTÉRIEUR ?
ENVERS LA CHINE

Valeur ajoutée contenue dans les exportations vers la Chine

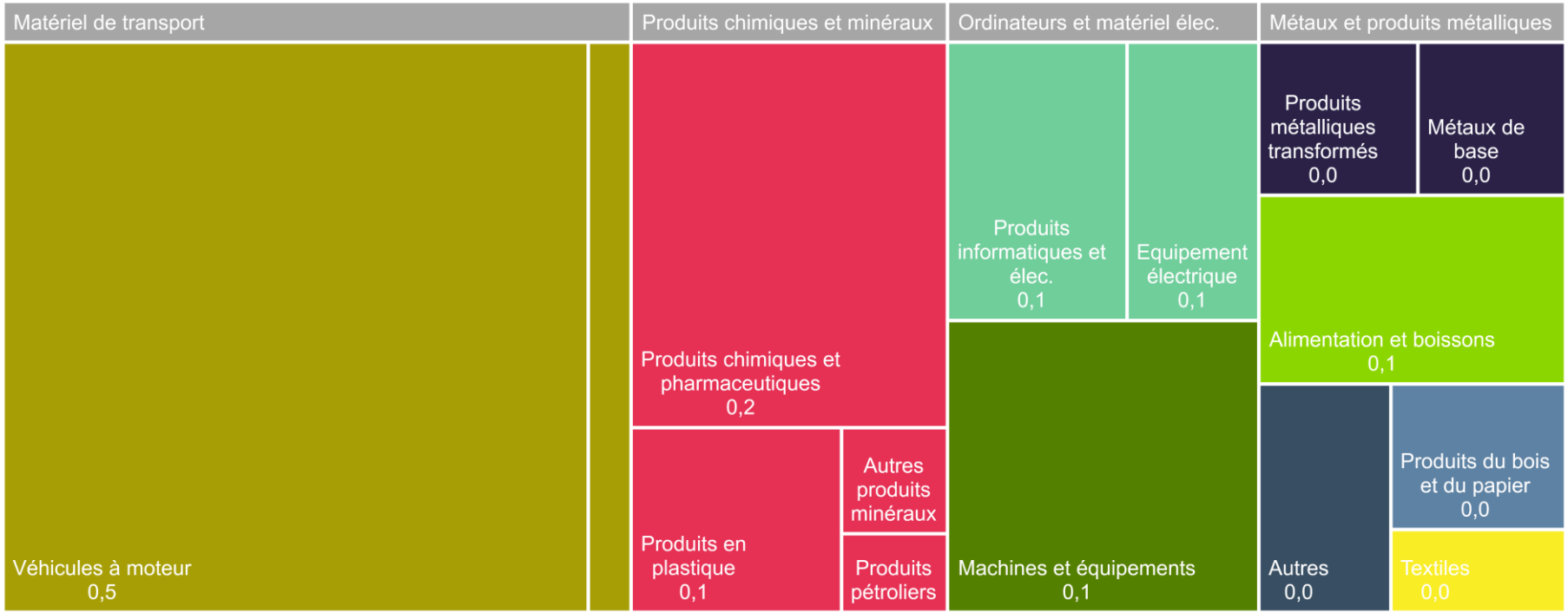


Sources : OCDE, Crédit Agricole S.A

L'exposition du secteur automobile allemand à la Chine est moitié moins élevée que celle envers les États-Unis (0,5%). Les machines et équipements constituent le deuxième secteur à risque avec un niveau équivalent à celui de l'industrie automobile. En dehors de ces deux secteurs, l'exposition reste modeste. Toutefois, il est important de noter que la Chine a importé beaucoup de machines et équipements allemands ces dernières années et que cette tendance est amenée à disparaître avec la montée en puissance de l'autonomie industrielle chinoise à l'œuvre dans le programme « Made in China 2025 ». Chaque nouveau ralentissement des importations chinoises se répercute irrémédiablement sur le niveau des exportations allemandes à court terme et pénalise sa croissance.

3 FOCUS 2 : QUELLES EXPOSITIONS AU COMMERCE EXTÉRIEUR ?
ENVERS LE ROYAUME-UNI

Valeur ajoutée contenue dans les exportations vers le Royaume-Uni



Sources : OCDE, Crédit Agricole S.A

Le principal secteur à risque dans les exportations vers le Royaume-Uni demeure l'industrie automobile (exposé à hauteur de 0,5 point de PIB). L'exposition au Royaume-Uni est moindre que celle vis-à-vis de la Chine, toutefois, elle se concentre sur un seul secteur. A noter que les exportations avec le Royaume-Uni sont en constant recul depuis juin 2016 (juste après le référendum sur le Brexit) en variation annuelle, ce qui veut dire que le pays contribue négativement à la croissance des exportations allemandes depuis cette date. Les impacts envisagés en cas de sortie de l'Union dépendront avant tout des modalités de sortie qui jusqu'ici demeurent inconnues faute de consensus politique sur le sujet.

ECO
Études Économiques Groupe

ALLEMAGNE

SCÉNARIO 2019-2020

1 SYNTHÈSE

2 FOCUS 1 : RETOURNEMENT DU MARCHÉ DE L'EMPLOI ?

3 FOCUS 2 : QUELLES EXPOSITIONS AU COMMERCE EXTÉRIEUR ?

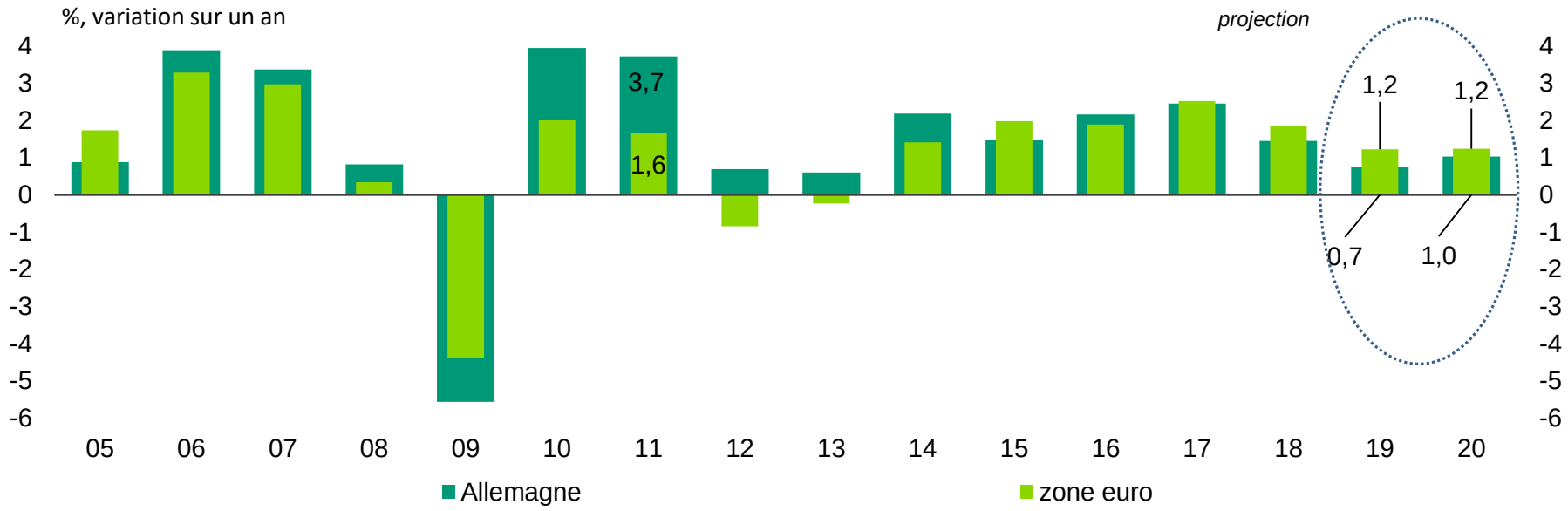
4 | DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

5 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

4 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

UN REDÉMARRAGE DU SECTEUR INDUSTRIEL REPOUSSÉ

Une croissance plus vulnérable au coup de frein industriel

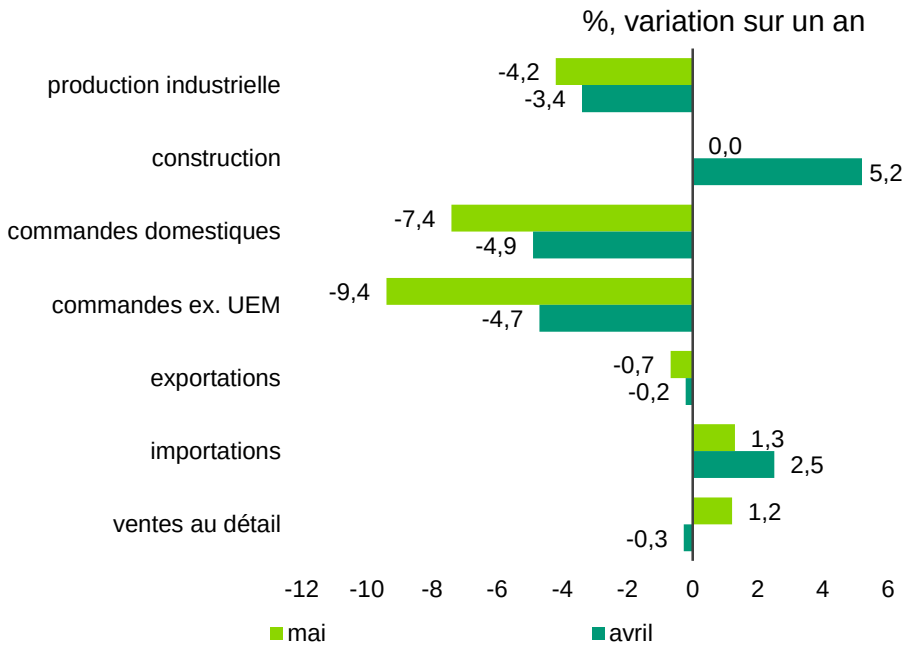


Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

L'activité en zone euro reste perturbée par le coup de frein industriel de 2018. Nous anticipons désormais un rythme de croissance en zone euro plus modeste à 1,2% en 2019 et 2020. La demande intérieure conserve sa place de principal contributeur au PIB tandis que la demande extérieure retirera quelques points à la croissance en raison du tassement de l'activité mondiale. La reprise d'une surenchère tarifaire entre les États-Unis et la Chine continue de faire peser un risque baissier sur nos prévisions, et une sortie sans accord du Royaume-Uni de l'Union européenne paraît dorénavant plus probable. La prépondérance du secteur industriel dans l'économie allemande, ainsi que son degré d'ouverture, l'expose à un ralentissement prononcé du PIB en l'absence de relance de la demande extérieure aujourd'hui atone. Ce contexte d'une reprise industrielle repoussée vers la fin d'année, voire la suivante, nous conduit à anticiper une croissance plus faible de 0,7% cette année et de 1% l'an prochain, soit en dessous de son potentiel estimé à 1,2%.

4 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES
PAS DE SIGNAUX TANGIBLES D'UNE AMÉLIORATION EN VUE

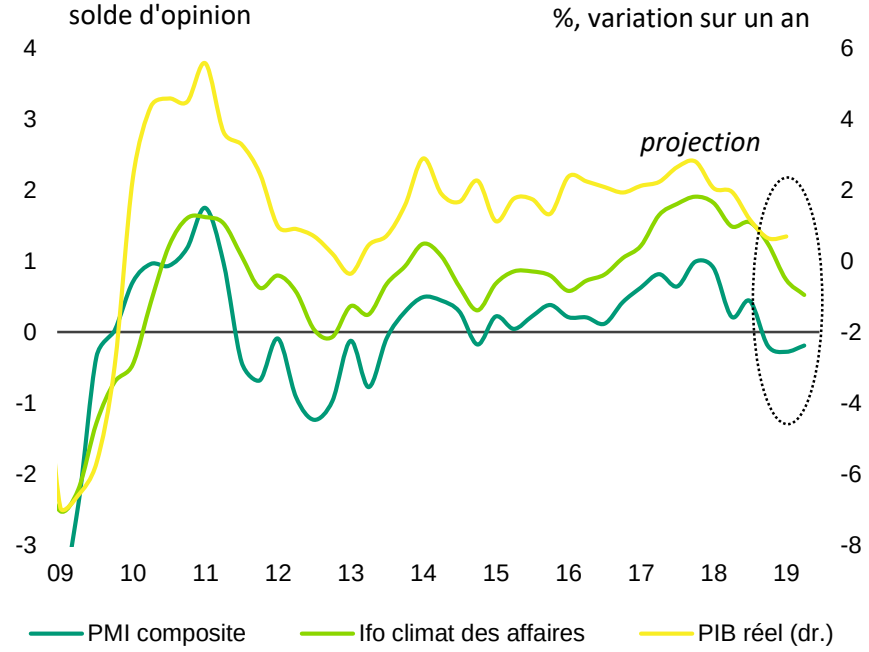
Orientations des principaux indicateurs



Sources : FSO, DB, Crédit Agricole SA / ECO

Les données d'activité enregistrent une nette détérioration de la croissance au T2. La production industrielle continue de chuter dans la majorité des secteurs à l'exception du secteur pharmaceutique. Les commandes industrielles, domestiques ou étrangères poursuivent leur recul. Les ventes au détail demeurent encore modestes. Le rythme de croissance des importations reste supérieur à celui des exportations, contribuant ainsi négativement à la croissance. Le secteur de la construction commence à donner quelques signes d'essoufflement.

Enquêtes d'activité et croissance réelle

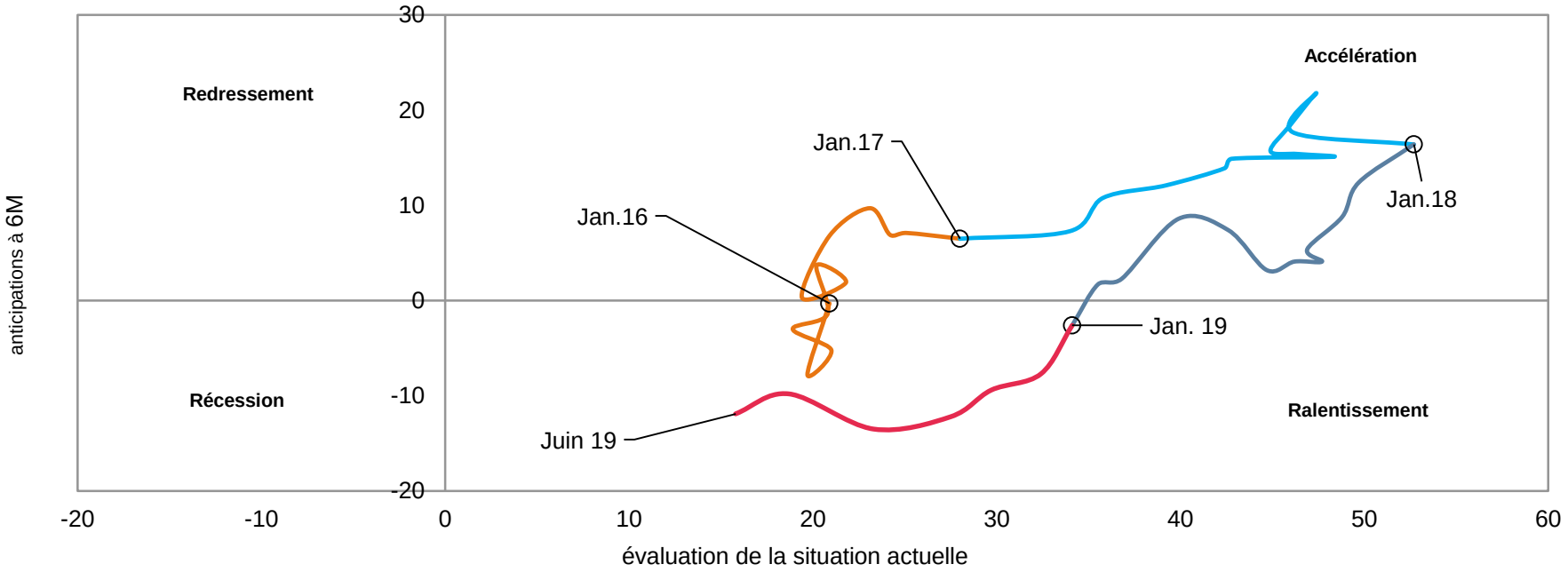


Sources : IFO, Crédit Agricole SA / ECO

Les données d'enquêtes fournissent une vision divergente de l'activité. L'indice PMI composite des directeurs d'achat signale une très faible amélioration de l'activité au T2 grâce à l'accélération des activités de service et en dépit d'un repli plus prononcé du secteur industriel. L'indicateur du climat des affaires (indice Ifo) enregistre en revanche une détérioration de la situation actuelle et des perspectives à 6 mois, repoussant ainsi toute possibilité d'une reprise du secteur industriel à court terme.

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES
LE MOTEUR INDUSTRIEL À L'ARRÊT

Évolution du cycle industriel (indice *IFO*)

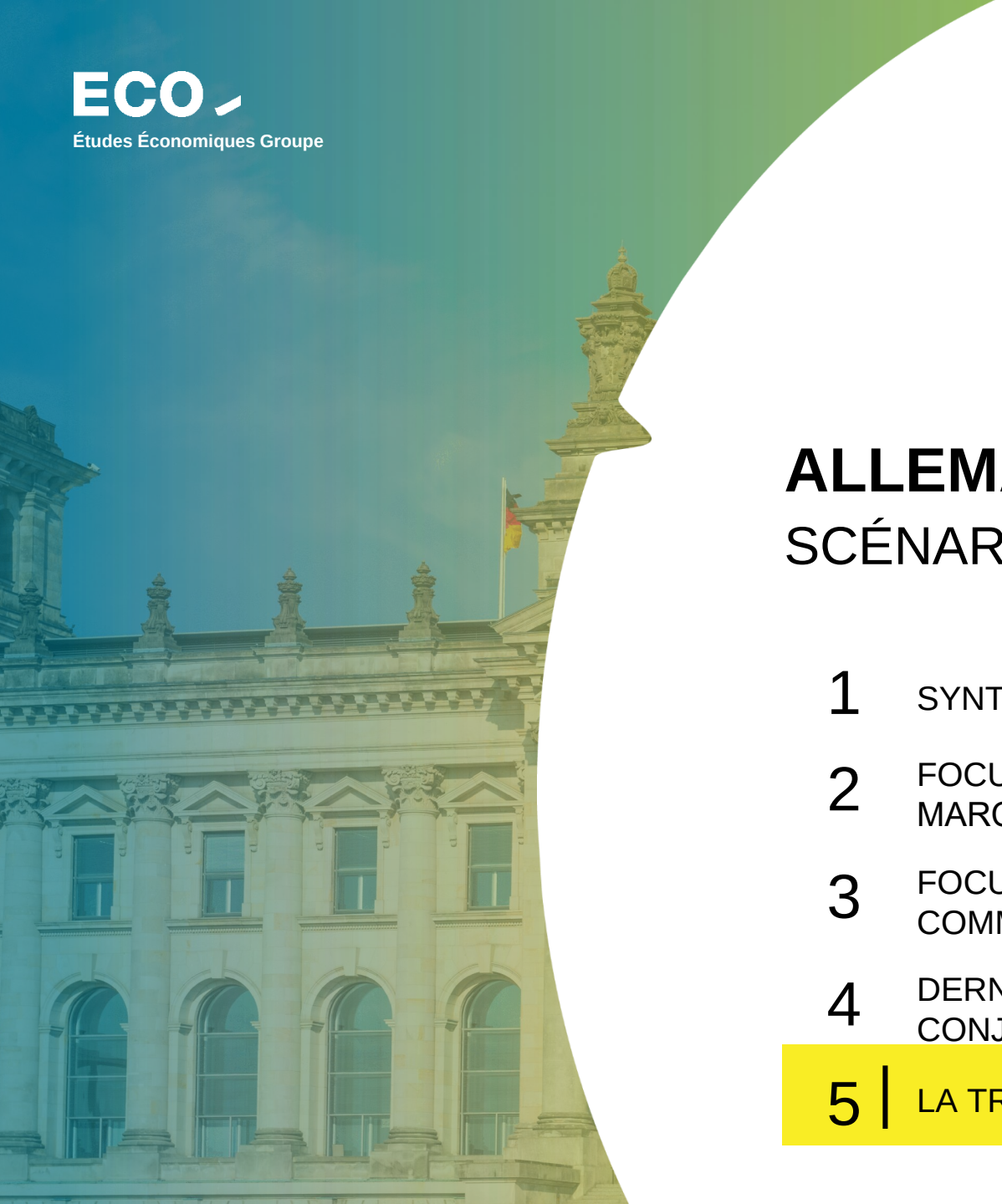


Sources : IFO, Crédit Agricole SA / ECO

La baisse continue de l'indice du climat des affaires depuis son pic de 2017 perdure encore aujourd'hui. L'ensemble des secteurs d'activité (industrie, services, construction, vente au détail et vente de gros) sont concernés par une détérioration des anticipations d'activité à six mois. Le degré d'incertitude dans les affaires à venir augmente chez les entreprises et la probabilité d'une poursuite de la phase d'expansion économique reste extrêmement faible (sous la barre des 10%) suggérant un ralentissement de l'activité à court terme.

La production de voitures neuves déclarée par l'association des constructeurs automobiles allemands en juin est alarmante : celle-ci atteint son plus bas niveau depuis 2009 suggérant qu'un rebond du secteur automobile est difficilement envisageable à court terme. L'accélération des activités de services a jusqu'ici compensé cet effet récessif mais rien ne garantit qu'elle perdure tout au long de l'année. Nous anticipons désormais une croissance annuelle très faible à hauteur de 0,7% en 2019.

ECO
Études Économiques Groupe



ALLEMAGNE

SCÉNARIO 2019-2020

1 SYNTHÈSE

2 FOCUS 1 : RETOURNEMENT DU MARCHÉ DE L'EMPLOI ?

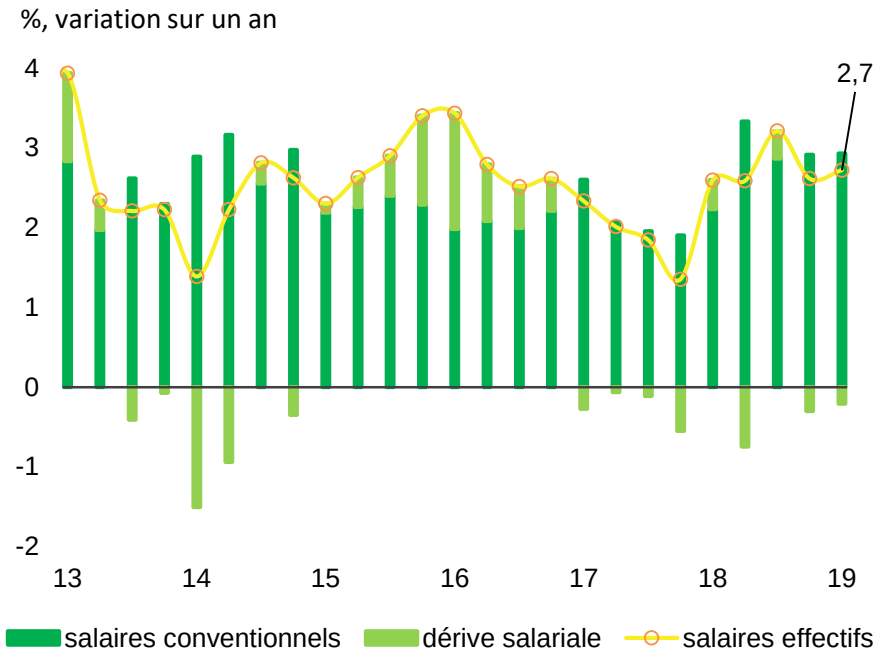
3 FOCUS 2 : QUELLES EXPOSITIONS AU COMMERCE EXTÉRIEUR ?

4 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

5 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

5 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO
CONSOMMATION DES MÉNAGES ET SALAIRES

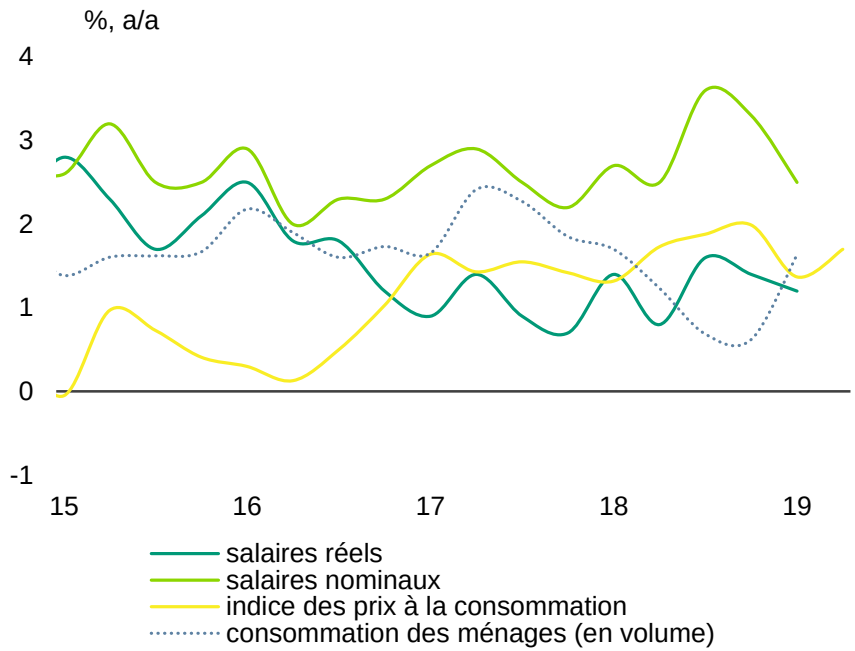
Dynamique des salaires



Sources : FSO, Crédit Agricole SA / ECO

Les dernières négociations de branche (dans le secteur de la métallurgie et la chimie) soutiennent une croissance robuste des salaires globaux. Selon l'institut allemand Hans Böckler-Stiftung, les salaires négociés devraient augmenter de 2,9% en moyenne annuelle en 2019. En prenant en compte une dérive salariale positive de 0,2%, les salaires effectifs atteindraient donc +3,1% cette année. On ne connaît pas encore quel sera le résultat des prochaines négociations pour 2020 mais les propositions soumises plaident encore pour des niveaux comparables.

Salaires, inflation et consommation

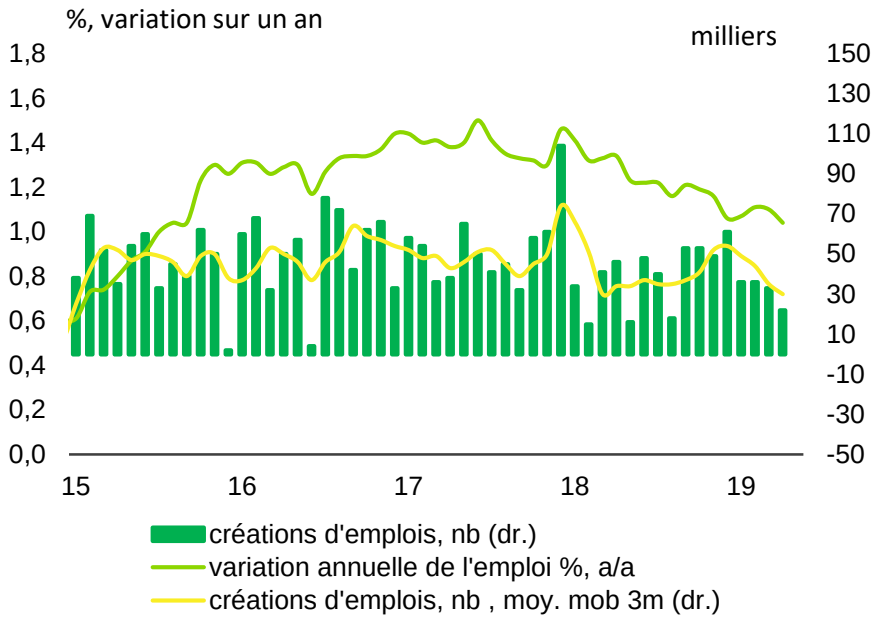


Sources : FSO, Crédit Agricole SA / ECO

Toutefois, le ralentissement de l'activité suggère davantage de prudence du côté des entreprises dans les prochaines négociations collectives. Une progression des salaires effectifs autour de 2,9% en 2020 reste vraisemblable. La faible progression de l'inflation, estimée à 1,3% en 2019 et à 1,4% en 2020, ne devrait pas entamer le pouvoir d'achat des ménages ni la consommation privée que nous anticipons croître au rythme de 1,9% en 2019 et de 1,4% en 2020.

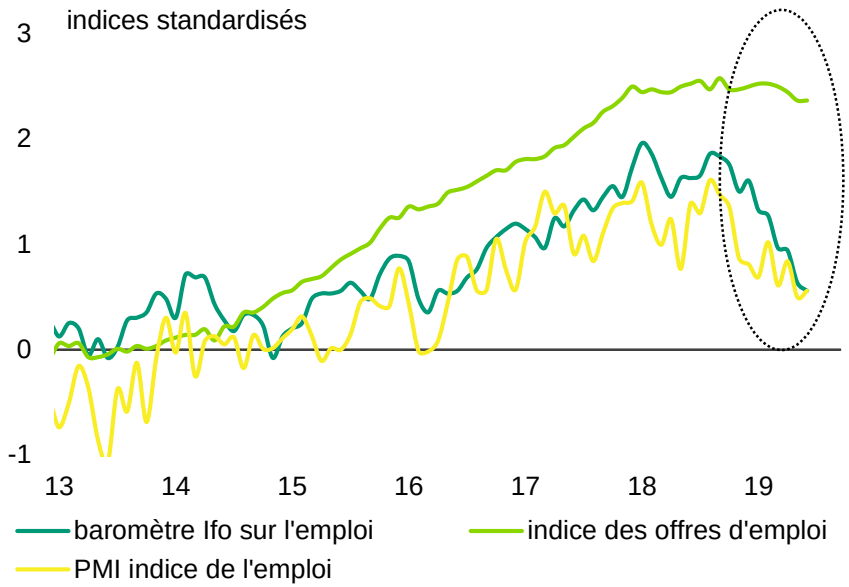
5 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO
EMPLOI ET PERSPECTIVES SALARIALES

Créations d'emplois



Sources : Bundesbank, Crédit Agricole SA / ECO

Indicateurs d'emploi

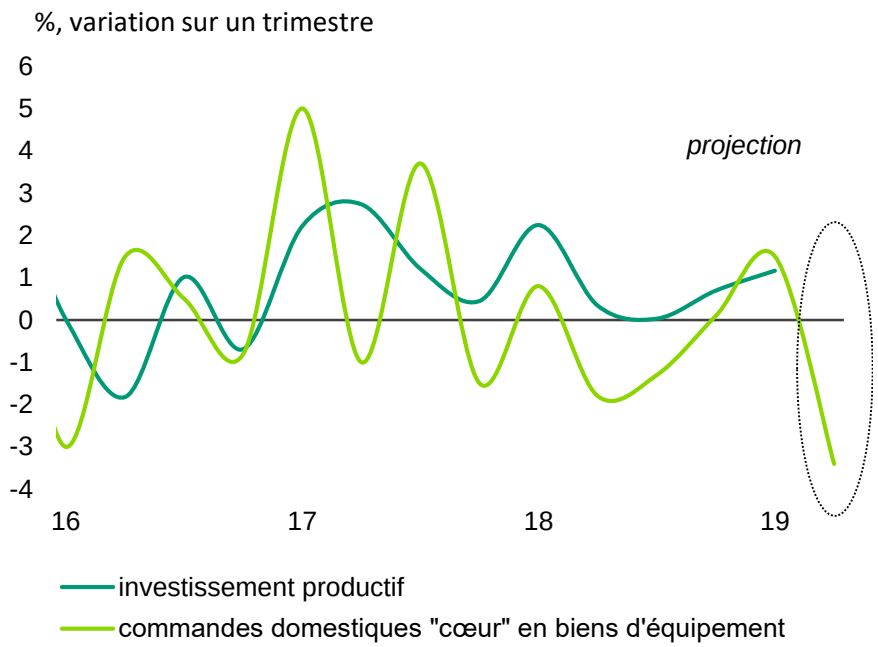


Sources : FSO, Crédit Agricole SA / ECO

Le taux de croissance de l'emploi a ralenti à +1% en variation annuelle au mois de mai contre +1,3% un an plus tôt. Toutefois, il reste au-dessus de sa moyenne de long terme (à +0,6%). Le taux de chômage (harmonisé par Eurostat) est en dessous de son niveau d'équilibre (3,5% selon la Commission européenne) et poursuit sa descente à 3,1% en mai. Cependant, l'indice des offres d'emploi se tasse tandis que les indicateurs d'emploi de l'Ifo et des directeurs d'achat suggèrent un ralentissement dans les intentions d'embauche des entreprises même si la pénurie d'emplois qualifiés perdure en raison du vieillissement de la population et d'un plus grand nombre de départs à la retraite. L'effondrement des commandes industrielles, en particulier celles en provenance de l'étranger, conduit les entreprises à anticiper des recours à l'activité partielle et à réduire le nombre de travailleurs temporaires, devenus plus coûteux avec la nouvelle réglementation.

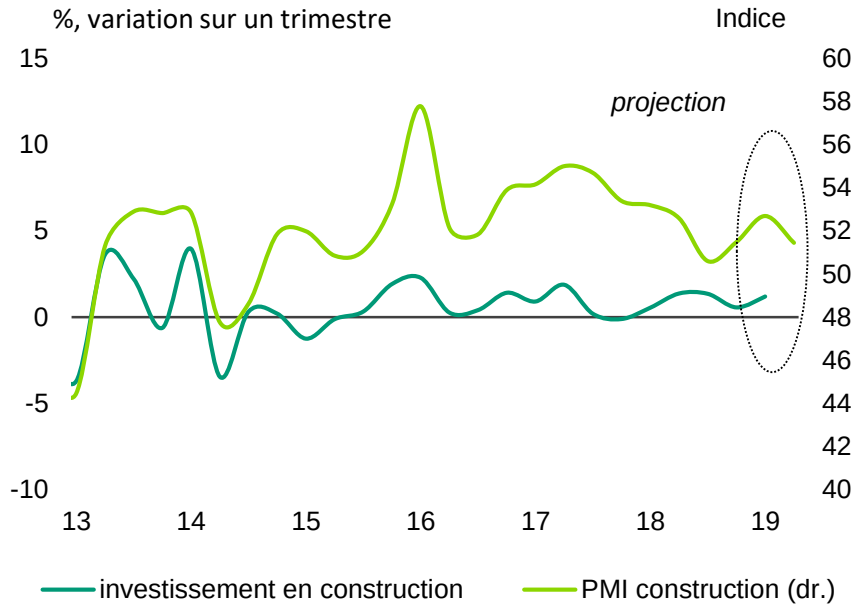
5 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO
L'INVESTISSEMENT : PERSPECTIVES DE COURT TERME

Évolution de l'investissement productif



Sources : FSO, Crédit Agricole SA / ECO

Évolution de la construction

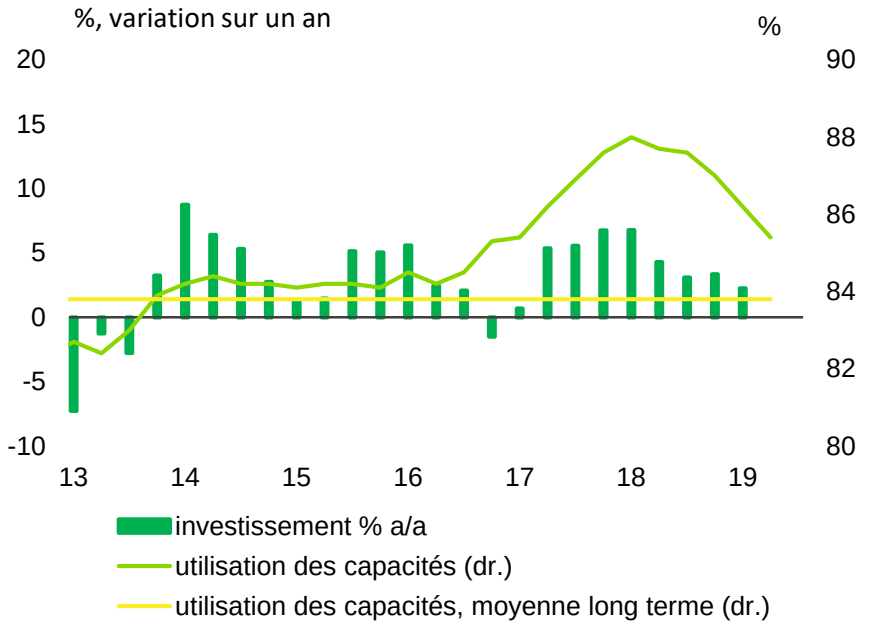


Sources : Markit, FSO, Crédit Agricole SA / ECO.

La dégradation significative des commandes en biens d'équipement suggère un repli massif de l'investissement productif au T2. Celui-ci est guidé par la chute des commandes extérieures et la nette dégradation de la perception de l'évolution du commerce mondial. Du côté de la construction, nous enregistrons une légère décélération de l'activité au T2 révélée par les enquêtes mensuelles PMI. La combinaison de ces deux facteurs plaide pour un coup d'arrêt porté à l'investissement global au T2. Toutefois, l'investissement en construction demeure encore soutenu par une demande de logements forte, des prix encore abordables et des conditions de crédit très favorables aux ménages, dont la situation financière s'est améliorée depuis la crise de 2011.

5 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO
L'INVESTISSEMENT : TENDANCES DE FOND

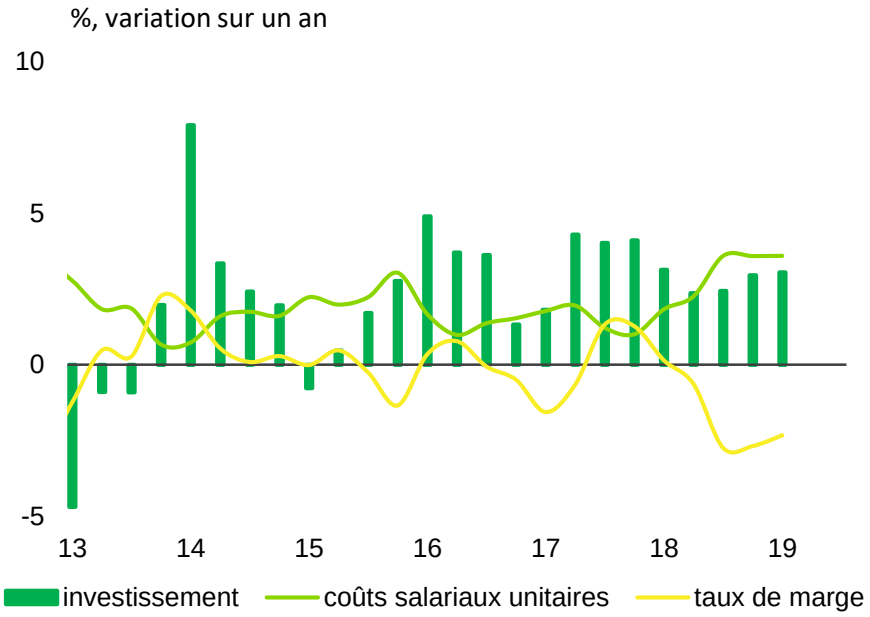
Taux d'utilisation des capacités productives



Sources : Destatis, Crédit Agricole SA / ECO

Le taux d'utilisation des capacités de production s'est considérablement réduit depuis 2018 mais reste au-dessus de sa moyenne de long terme et de son niveau de 2011. Une moindre mobilisation des facteurs de production s'avère nécessaire à mesure que la demande faite aux entreprises se fait plus faible. Les coûts salariaux unitaires se stabilisent début 2019 et la productivité augmente légèrement, permettant ainsi un moindre recul du taux de marge des entreprises.

Taux de marge, coûts salariaux unitaires et investissement

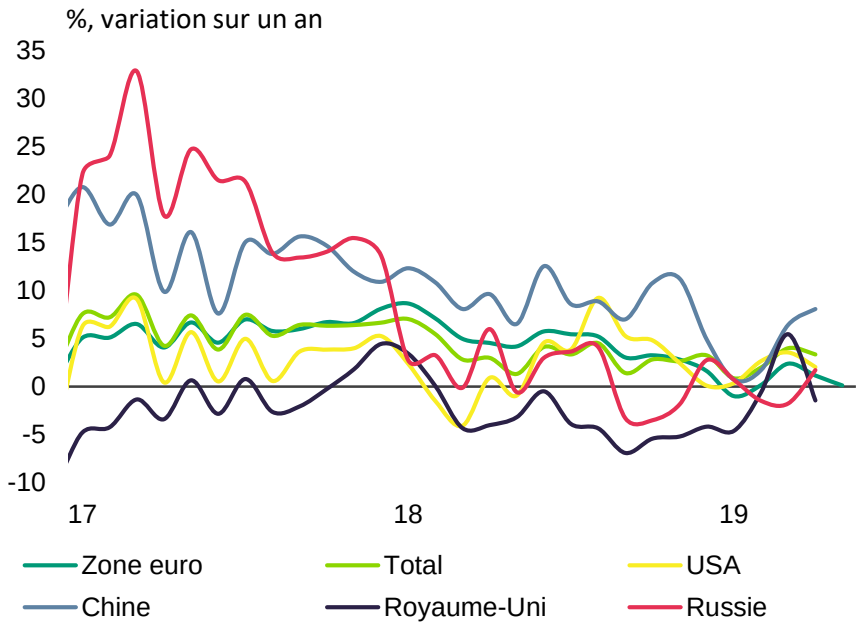


Sources : Destatis, Crédit Agricole SA / ECO

L'ensemble de ces facteurs confirme l'intuition d'une plus grande précaution en matière d'investissement au cours des deux prochaines années. Nous anticipons désormais un ralentissement de l'investissement à +2,4% en 2019 (après +2,7% en 2018) puis à +1,4% en 2020 en raison des pressions salariales et des faibles perspectives de débouchés industriels qui viendront ternir les plans d'investissement.

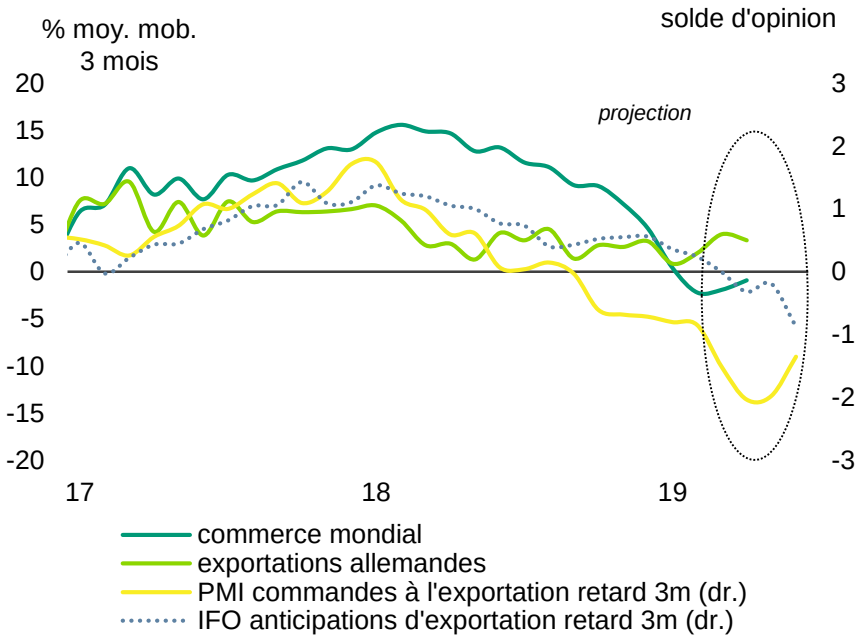
5 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO
LE COMMERCE EXTÉRIEUR

Exportations par partenaires principaux



Sources : Bundesbank, Crédit Agricole SA / ECO

Perspectives d'exportation



Sources : Destatis, Crédit Agricole SA / ECO

La croissance des importations allemandes en 2018 a été supérieure à celle des exportations générant ainsi une contribution négative des exportations nettes à la croissance du PIB. Ce scénario se poursuit en 2019 et 2020. Les échanges commerciaux (exportations et importations) se sont affaiblis depuis le début de l'année. La détérioration des exportations allemandes résulte d'un ralentissement des échanges avec les États-Unis et la Chine, mais aussi avec ses autres partenaires de la zone euro. Les exportations vers le Royaume-Uni ont connu un pic correspondant à une phase de stockage de marchandises aujourd'hui terminée. L'indicateur PMI sur les commandes à l'exportation et l'indice Ifo suggèrent un recul des exportations au T2. La vigueur de la demande domestique devrait se poursuivre et déboucher sur une croissance des importations supérieure à celle des exportations, conduisant à une contribution négative des exportations nettes de -0,4 point de PIB en 2019, et de -0,2 point de PIB en 2020.

Matrice des risques associés à notre scénario

		Probabilité	Impact
↓	Absence de rebond industriel à court terme	Elevée	Elevé
	Dégradation de la balance commmerciale suite à un choc extérieur (tarifs automobiles, Brexit sans accord)	Elevée	Elevé
	Appréciation de l'euro face au dollar	Moyenne	Moyen
↑	Accélération de l'investissement	Faible	Moyen

Source : Crédit Agricole SA / ECO

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet

Date	Titre	Thème
16/07/2019	France – Transports routiers de marchandises : tendances à mi-juillet 2019	Sectoriel
12/07/2019	Monde - L'actualité de la semaine	Monde
05/07/2019	Monde - L'actualité de la semaine	Monde
28/06/2019	Monde - L'actualité de la semaine	Monde
20/06/2019	Italie – Conjoncture : Bilan macroéconomique et bancaire	Italie, Macro, Banques
20/06/2019	PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole	Agri-Agro
19/06/2019	France – travail temporaire : tendances à mi-juin	France, sectoriel
14/06/2019	Monde - L'actualité de la semaine	Monde
12/06/2019	France – Établissements de santé : tendances à mi-juin 2019	France, sectoriel
11/06/2019	France – Finances publiques 2018-2022	France
31/05/2019	Enjeux politiques – Parlement européen : que fera la majorité européiste ?	Union européenne
29/05/2019	Italie – Scénario 2019-2020 : pas de récession, mais pas de reprise globale non plus	Italie
28/05/2019	Espagne – Scénario 2019-2020	Espagne
21/05/2019	L'OBSERVATOIRE financier des Entreprises Agroalimentaires	Agri-Agro
14/05/2019	France – Immobilier résidentiel : évolutions récentes et perspectives 2019-2020	France, immobilier
10/05/2019	France – Scénario 2019-2020 : 2019, un pouvoir d'achat plus dynamique	France

ECO
Études Économiques Groupe

Philippe VILAS-BOAS
Économiste – Allemagne, Autriche
+33 1 43 23 03 16
philippe.vilasboas@credit-agricole-sa.fr

POUR CONSULTER OU VOUS ABONNER
À NOS PUBLICATIONS SUR INTERNET :
http://etudes-economiques.credit-agricole.com

Crédit Agricole S.A. — Études Économiques Groupe
12 place des Etats-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication : Isabelle Job-Bazille - **Rédacteur en chef :** Armelle Sarda
Documentation : Dominique Petit - **Statistiques :** Robin Mourier
Secrétariat de rédaction : Véronique Champion

Contact : *publication.eco@credit-agricole-sa.fr*
Nos publications économiques non confidentielles sont également accessibles
sur l'application « Études Eco » disponible sur l'App Store et 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.