

18 octobre 2019

ALLEMAGNE SCÉNARIO 2019-2020

Philippe VILAS-BOAS

“

Le risque d'une
récession se matérialise !

”

ALLEMAGNE

SCÉNARIO 2019-2020

- 1 | SYNTHÈSE
- 2 FOCUS 1 : UN BUDGET PLUS EXPANSIF ?
- 3 FOCUS 2 : LE PLAN CLIMAT
- 4 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS
CONJONCTURELLES
- 5 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

Après une croissance soutenue du PIB de 0,4% au T1 et un recul de 0,1% au T2, l'Allemagne pourrait enregistrer un nouveau repli de sa croissance trimestrielle au T3, ce qui constituerait une récession technique (la dernière datant de 2012). La production industrielle n'a cessé de se dégrader ce trimestre pour revenir à son niveau de fin 2016. Parallèlement, les activités de services ont ralenti, ne permettant plus de compenser le déclin du secteur industriel. Les facteurs de soutien de la croissance restent inchangés par rapport au trimestre précédent bien que leurs contributions s'avèrent plus modestes. Les hausses de salaires et les embauches contribueront à renforcer la consommation privée. Des dépenses publiques conséquentes viendront épauler la faible activité privée. L'investissement est attendu en ralentissement en raison de la chute des marges des entreprises liée à la baisse d'activité et à la hausse des coûts salariaux. Les exportations nettes continueront de peser davantage sur la croissance du PIB. Notre scénario de croissance annuelle a été révisé à la baisse à +0,5% en 2019 en raison de la dégradation continue du secteur industriel et des exportations. Nous envisageons néanmoins un début de reprise de l'activité industrielle l'an prochain, le point bas des commandes industrielles

semblant être derrière nous. Dans cette perspective, nous anticipons une lente remontée du secteur industriel et une très modeste accélération de la croissance à hauteur de 0,6% en 2020.

La consommation des ménages demeurera le principal pilier de la croissance. Elle est estimée en accélération cette année principalement en raison de l'acquis réalisé au T1 mais son profil de croissance demeure modeste le reste de l'année et l'an prochain. Les hausses salariales attendues cette année sont encore une fois élevées mais ne devraient toutefois pas se renouveler l'an prochain en raison d'une activité en dessous de son potentiel et pesant sur les négociations de branche qui débuteront en décembre prochain. Le rythme des créations d'emplois ralentit, lui aussi, en phase avec le cycle de croissance. Des mesures de mise au chômage partiel sont envisagées pour pallier au manque d'activité dans l'industrie. Les pressions inflationnistes demeureront faibles, participant au soutien de la consommation.

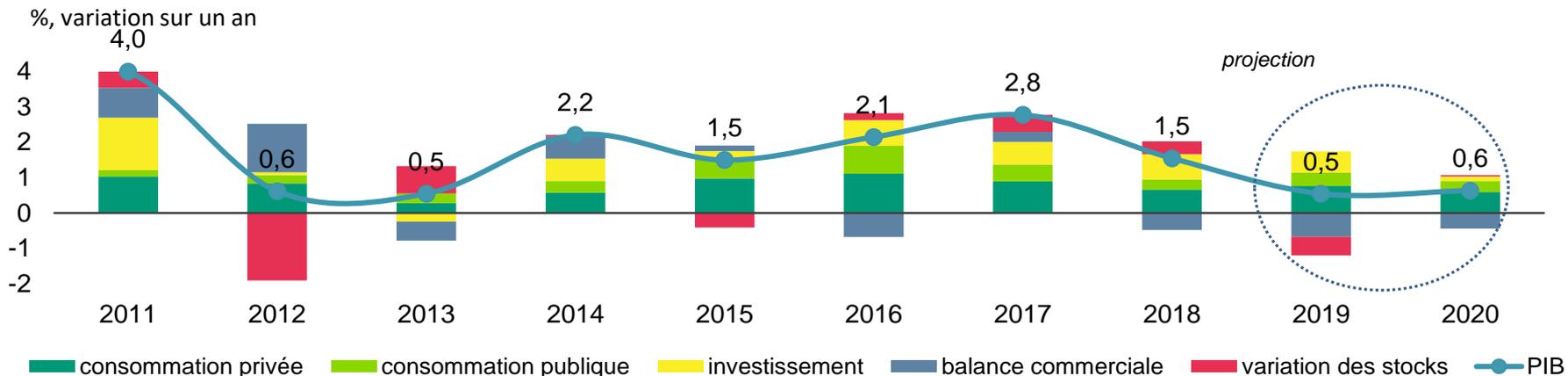
La consommation publique devrait soutenir plus visiblement l'activité en fin d'année en raison du retard pris dans l'exécution du budget annuel de 2019. Celui-ci, offre une orientation budgétaire expansionniste à hauteur de 0,7 point de PIB. Le budget prévisionnel de 2020 se révèle moins ambitieux mais inscrit une expansion de

0,3 point de PIB avec à la clé une poursuite des investissements publics en infrastructures, une réduction d'impôts, et diverses aides aux familles. Des marges de manœuvre budgétaires additionnelles existent à hauteur de 0,8 point de PIB. Elles pourraient être mobilisées en cas de recul prolongé de l'activité industrielle qui pénaliserait durablement la croissance et l'emploi du pays.

L'investissement global est amené à se tasser en raison de la dégradation de l'activité qui pèse sur les marges des entreprises. L'investissement productif demeurera dépendant d'une reprise pérenne des commandes industrielles qui demeurent erratiques à court terme. L'investissement dans la construction continuera en revanche de soutenir durablement la croissance en raison d'une demande solide et durable.

Les exportations nettes pèseront davantage sur la croissance en raison du tassement de l'activité mondiale. Un ralentissement clairement visible sur les échanges qu'entretient l'Allemagne avec ses plus gros partenaires commerciaux. Les incertitudes sur l'ampleur de la guerre commerciale à venir avec les États-Unis et la probable sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne pénalisent la dynamique des échanges.

Contributions à la croissance annuelle



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A

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

* Contributions à la croissance du PIB

Source : Crédit Agricole SA, prévisions

ALLEMAGNE

SCÉNARIO 2019-2020

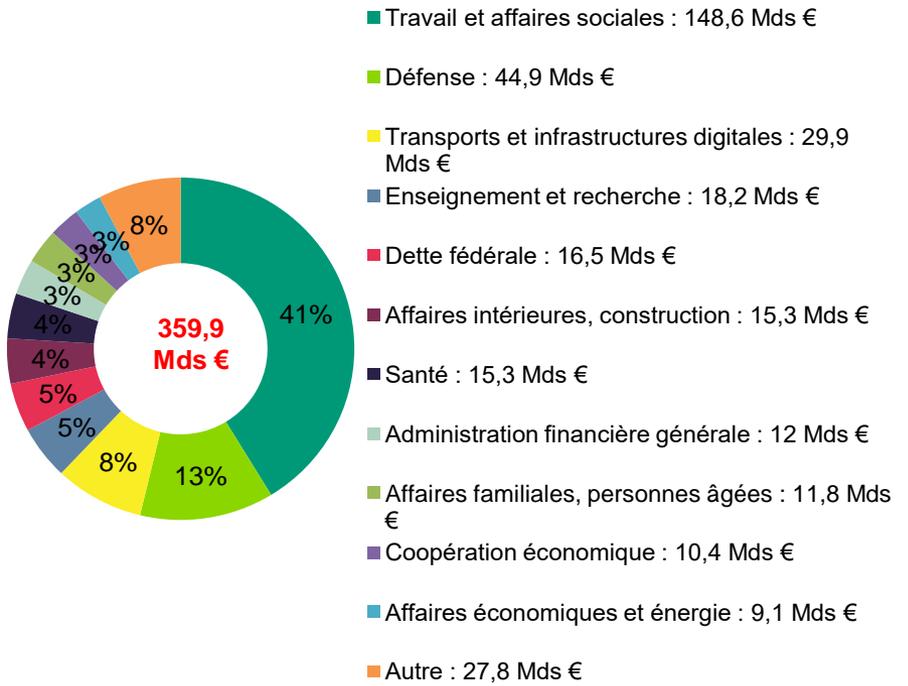
- 1 SYNTHÈSE
- 2 | FOCUS 1 : UN BUDGET PLUS EXPANSIF ?
- 3 FOCUS 2 : LE PLAN CLIMAT
- 4 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS
CONJONCTURELLES
- 5 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

Budget fédéral 2020

Budget fédéral (Mds €)	Actuel	Cible	Projet	Projections		
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Dépenses	336,7	356,4	359,8	364,2	370,4	373,7
Variations sur un an	3,5	5,8	1,0	1,2	1,7	0,9
Revenus	347,6	350,6	350,3	352,4	365,1	375,4
Variations sur un an	5,2	0,9	-0,1	0,6	3,6	2,8
dont recettes fiscales	322,4	325,5	327,7	334,2	345,5	356,1
Variations sur un an	4,2	1,0	0,7	2,0	3,4	3,1
Capacité/Besoin de financement	10,9	-5,8	-9,5	-11,8	-5,3	1,7
Pour information :						
Dépenses d'investissement	38,1	38,9	40,0	39,8	39,8	39,8
Variations sur un an	12,0	2,2	2,7	-0,4	0,0	0,0

Sources : Ministère fédéral des Finances, Crédit Agricole SA

Ventilation des dépenses budgétaires



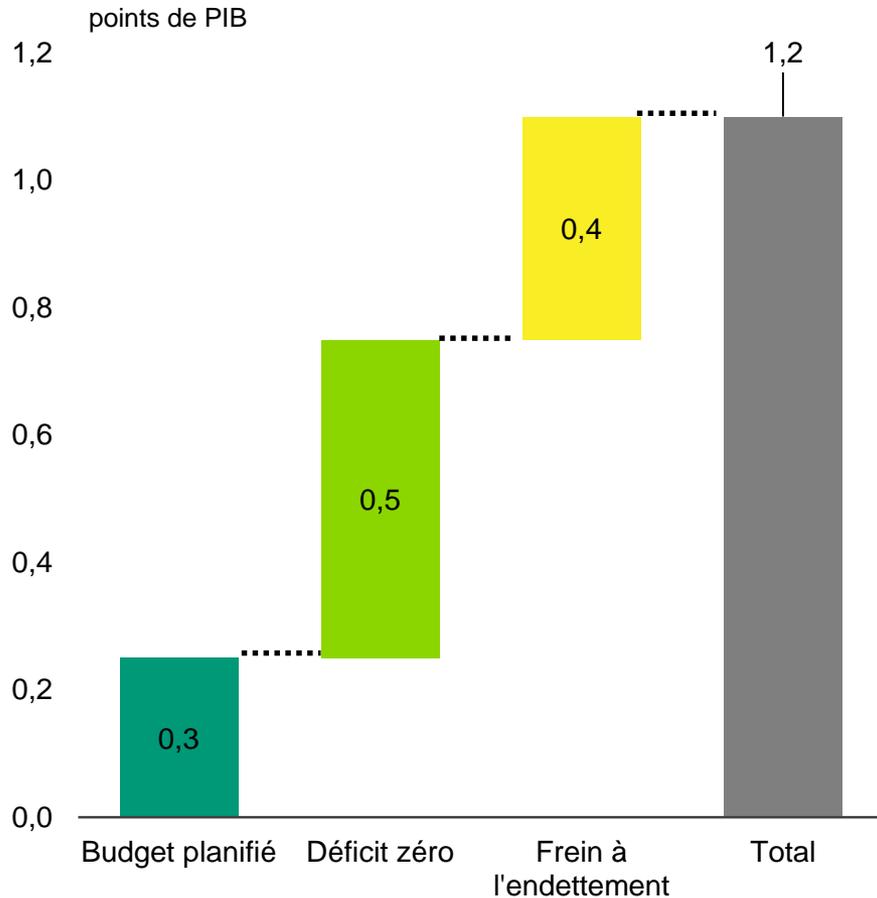
Sources : Ministère fédéral des Finances, Crédit Agricole SA.

Le projet de loi de finance 2020 prévoit une faible hausse des dépenses fédérales de 1% (équivalente à 0,1 point de PIB) et une légère diminution des recettes attendues de 0,1% en raison d'une moindre activité économique. L'excédent budgétaire sera donc ramené de 1% du PIB en 2019 à 0,75% en 2020. L'Allemagne conserve sa politique du « zéro déficit » comme objectif de moyen terme. Le projet intègre des baisses d'impôts (à hauteur de 10 Mds €) et des dépenses additionnelles mais mesurées dans les transports ferroviaires (investissement en infrastructures et rénovations des sites), la construction (logements sociaux), la défense (hausse des effectifs de sécurité), l'éducation (scolarisation à temps plein dans le primaire) et les familles (allocations parentales et aides à l'acquisition résidentielle pour les familles avec enfants).

FOCUS 1 : UN BUDGET PLUS EXPANSIF ?

DES MARGES DE MANŒUVRE POSSIBLES

Marges de manœuvre budgétaires possibles en 2020



Sources : Ministère fédéral des Finances, Crédit Agricole SA.

- Les excédents budgétaires allemands sont amenés à se réduire en raison de la dégradation de l'activité économique (moindres rentrées fiscales) et de la hausse des dépenses mécaniquement accrues par le coût croissant des prestations retraites et des nouvelles mesures portées par la coalition.
- L'effort budgétaire a été très important en 2019 en Allemagne. Il s'est traduit par une réduction de l'excédent structurel de 0,7 point de PIB. Pour 2020, la réduction attendue de l'excédent structurel représenterait une impulsion budgétaire de 0,3 point de PIB. Le budget 2020 reste donc expansionniste mais moins dispendieux que celui de 2019.
- Mais l'Allemagne disposerait malgré cela d'un solde structurel toujours positif. Ramener celui-ci à zéro générerait une impulsion budgétaire supplémentaire de 0,5 point de PIB (effet « Déficit zéro »).
- Le pays peut également creuser son déficit structurel dans la limite de la règle du frein à l'endettement ce qui contribuerait à soutenir l'économie à hauteur de 0,4 point de PIB supplémentaire (effet « frein à l'endettement »).
- Au total, l'Allemagne dispose donc de marges de manœuvre pouvant générer une impulsion budgétaire atteignant 1,2 point de PIB en 2020.
- Enfin, l'abaissement du ratio de dette sous les 60% du PIB prévu cette année devrait lever la contrainte du frein à l'endettement laissant ainsi davantage de place pour un assouplissement budgétaire additionnel afin de soutenir l'économie en cas de choc extérieur aigu.

ALLEMAGNE

SCÉNARIO 2019-2020

- 1 SYNTHÈSE
- 2 FOCUS 1 : UN BUDGET PLUS EXPANSIF ?
- 3 | FOCUS 2 : LE PLAN CLIMAT
- 4 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS
CONJONCTURELLES
- 5 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

MESURES GLOBALES

- Introduction d'un système de tarification de certificats d'émissions de CO₂ avec des quotas dans les secteurs du transport (hors aviation) et du chauffage (production de chaleur dans les bâtiments, les installations énergétiques et industrielles).
- Fixation d'un prix d'entrée à 10 € la tonne de CO₂ à partir de 2021, 20 € en 2022 puis une augmentation de 5 €/an jusqu'en 2025. Les entreprises achètent des certificats d'émission dans la limite du quota annuel fixé par secteurs pour le pays. Si les entreprises souhaitent émettre au-delà des quotas, elles doivent acheter des certificats d'émission auprès d'autres membres de l'UE.

MESURES SECTORIELLES

- Construction : mise aux normes des bâtiments fédéraux en matière d'efficacité énergétique. Amélioration des infrastructures d'approvisionnement énergétique des municipalités. Incitations fiscales à la rénovation énergétique (primes au remplacement des chaudières au fioul, des fenêtres et à l'isolation des toitures).
- Transports : augmentation des taxes sur le trafic aérien et baisse de la TVA sur le trafic ferroviaire. Taxation ciblée des véhicules à moteur en fonction de leurs émissions de CO₂ (supérieures à 95 g/km). Rénovation du réseau ferroviaire avec des investissements importants jusqu'en 2030 en partenariat avec la « *Deutsch Bahn* ». Prolongement des avantages fiscaux pour le passage aux véhicules électriques.
- Industrie : programme de dé-carbonisation de l'industrie au profit d'une production à faible intensité d'émission de CO₂. Extension des normes minimales en matière d'efficacité énergétique. Mise en place d'usines de batteries durables pour développer l'électromobilité.
- Energie : déclin de la production électrique basée sur le charbon. Développement des énergies renouvelables à hauteur de 65% de la consommation électrique.

IMPACT BUDGÉTAIRE

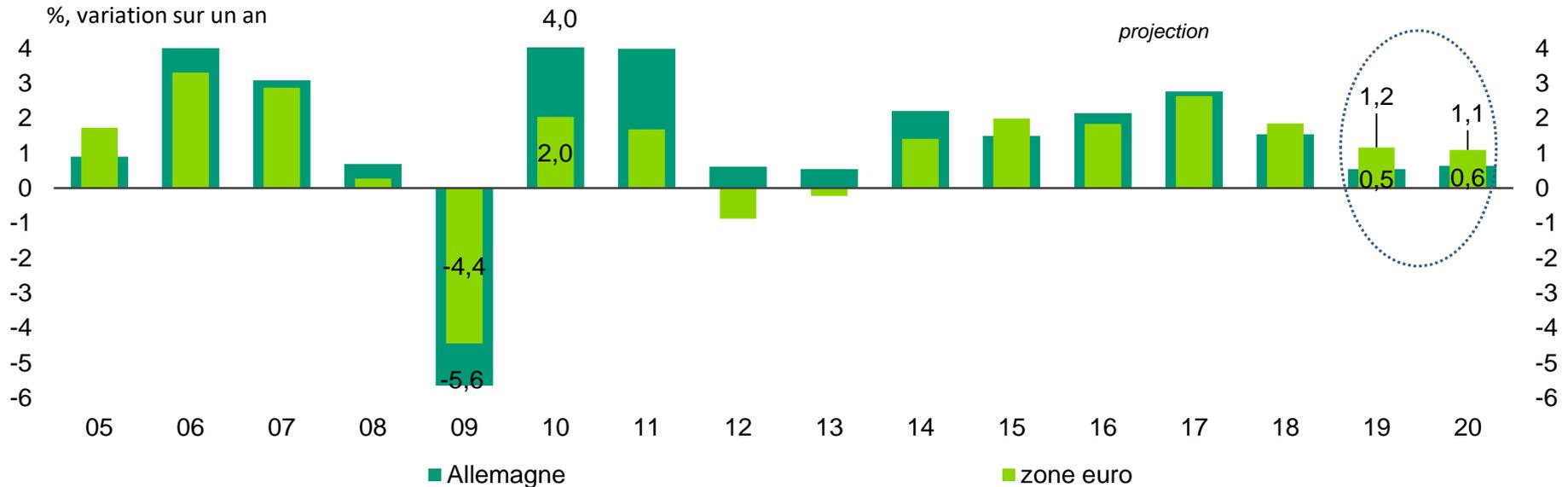
- Le plan climat prévoit des dépenses gouvernementales de 54 Mds € d'ici à 2023 soit environ 0,4 point de PIB en 2020. Toutefois, la grande majorité des dépenses consacrées à l'environnement sera compensée par des hausses de recettes résultant d'une taxation supplémentaire. L'impulsion budgétaire additionnelle apportée par ce plan pour le climat est estimée comme étant quasi neutre ou très faiblement positive (environ 0,1 point de PIB).

ALLEMAGNE

SCÉNARIO 2019-2020

- 1 SYNTHÈSE
- 2 FOCUS 1 : UN BUDGET PLUS EXPANSIF ?
- 3 FOCUS 2 : LE PLAN CLIMAT
- 4 | DERNIÈRES ÉVOLUTIONS
CONJONCTURELLES
- 5 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

Pas de véritable redressement de l'activité industrielle



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

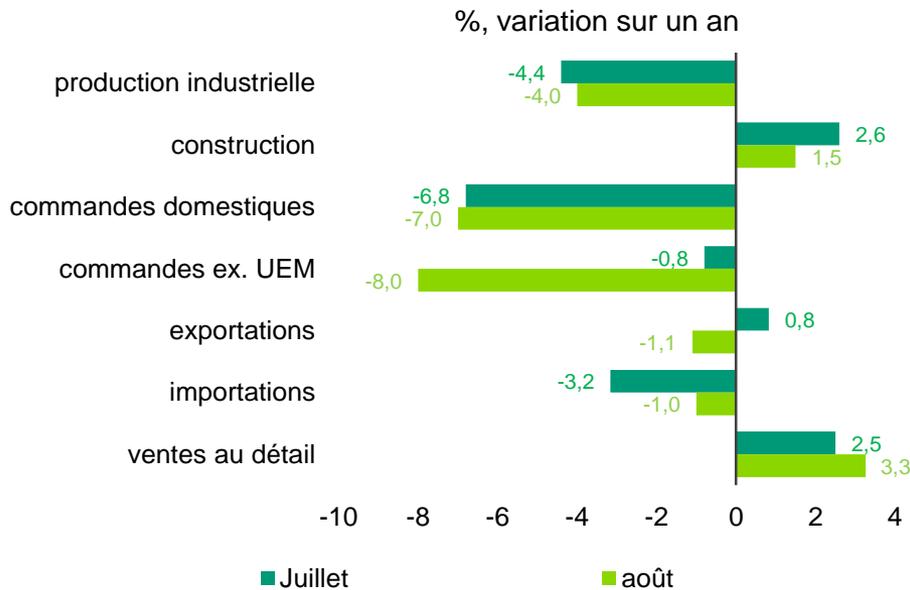
Quasiment partout en zone euro, la mauvaise performance du secteur industriel continue de peser sur la croissance du T3 tandis que les activités de services ralentissent. Nous anticipons un rythme de croissance globale en zone euro de 1,2% en 2019 et de 1,1% en 2020. Ce ralentissement attendu est le fruit de mouvements hétérogènes parmi les quatre principaux pays : la France et l'Espagne sont encore sur des rythmes de croissance soutenus mais leur activité est attendue en ralentissement, alors que l'Allemagne et l'Italie connaissent des rythmes de croissance faibles cette année mais leur activité est attendue en

hausse l'an prochain. Les hausses tarifaires américaines possibles sur les biens européens en règlement du conflit sur les subventions Airbus accordées indûment pourraient peser davantage sur l'activité globale. Une possible sortie sans accord du Royaume-Uni de l'Union européenne serait également susceptible de nuire davantage à la croissance. Dans ce contexte de fragilité du secteur industriel exacerbée par une demande extérieure toujours plus menacée, nous révisons à la baisse notre prévision de la croissance allemande à 0,5% pour cette année et à 0,6% pour l'an prochain, soit en dessous de son potentiel estimé à 1,2%.

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

PLUSIEURS INDICATEURS « DANS LE ROUGE » AU T3

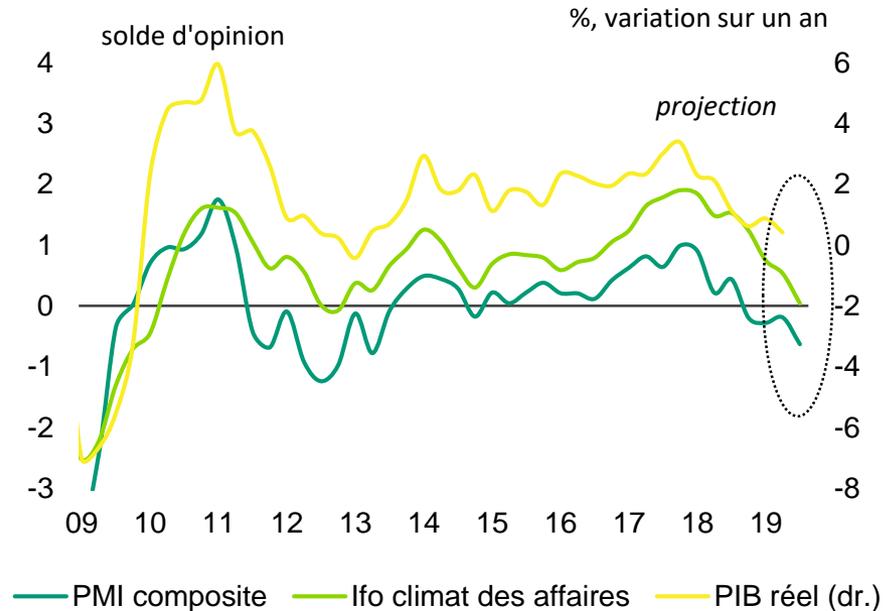
Orientations des principaux indicateurs



Sources : FSO, DB, Crédit Agricole SA / ECO

Les données d'activité ne montrent pas de signes tangibles d'amélioration de la croissance au T3, bien au contraire. La production industrielle continue de reculer dans la majorité des secteurs et les commandes industrielles ne se redressent que sporadiquement pour rechuter presque aussitôt. Les échanges extérieurs sont en contraction avec des importations reculant plus fortement que les exportations. Les secteurs de la construction et de la vente au détail continuent cependant de soutenir la croissance globale.

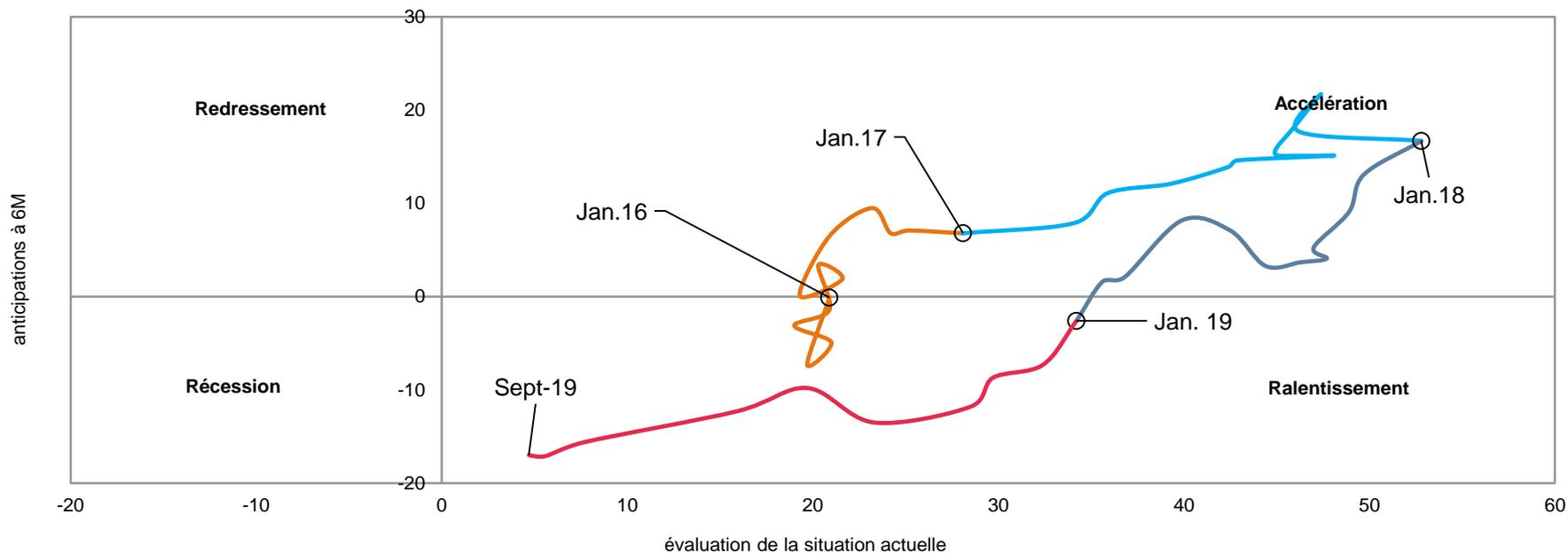
Enquêtes d'activité et croissance réelle



Sources : IFO, Crédit Agricole SA / ECO

Les données d'enquêtes apportent une image concordante de l'activité. L'indice PMI composite des directeurs d'achat enregistre une nette détérioration de l'activité au T3 en raison du recul continu du secteur industriel tandis que les activités de services ralentissent tendanciellement. La perception du climat des affaires (indice Ifo) par les entreprises se dégrade elle aussi que ce soit dans l'évaluation de la situation actuelle ou bien dans les perspectives attendues à 6 mois dans l'industrie et les services.

Évolution du cycle industriel (indice *IFO*)



Sources : IFO, Crédit Agricole SA / ECO

La baisse continue de l'indice du climat des affaires se poursuit encore au T3. La grande majorité des secteurs à l'exception de la construction (industrie, services, vente au détail et vente de gros) anticipent une détérioration de leur activité à six mois. Le degré d'incertitude des entreprises quant à leurs affaires augmente significativement sous l'effet du recul des commandes domestiques et étrangères. Seulement un très petit nombre d'entreprises (environ 15%) estiment que la phase d'expansion économique pourrait perdurer à court terme tandis que la grande majorité est à l'inverse plus pessimiste.

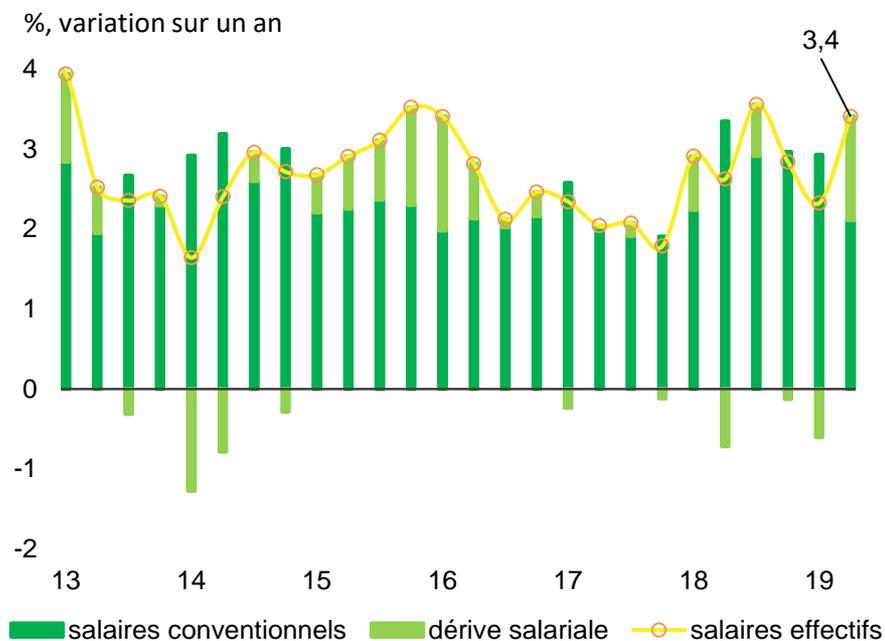
Les commandes industrielles y compris automobiles sont particulièrement volatiles et ne permettent pas de déceler une quelconque reprise dans un secteur, en particulier, qui pourrait agir comme levier d'entraînement sur les autres industries. Cette récession industrielle généralisée s'accompagne d'un ralentissement du rythme de croissance des activités de services suggérant une récession au T3, pour le deuxième trimestre consécutif. Notre prévision de croissance annuelle s'établit désormais à 0,5% en 2019 pour tenir compte de cette dégradation.

ALLEMAGNE

SCÉNARIO 2019-2020

- 1 SYNTHÈSE
- 2 FOCUS 1 : UN BUDGET PLUS EXPANSIF ?
- 3 FOCUS 2 : LE PLAN CLIMAT
- 4 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS
CONJONCTURELLES
- 5 | LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

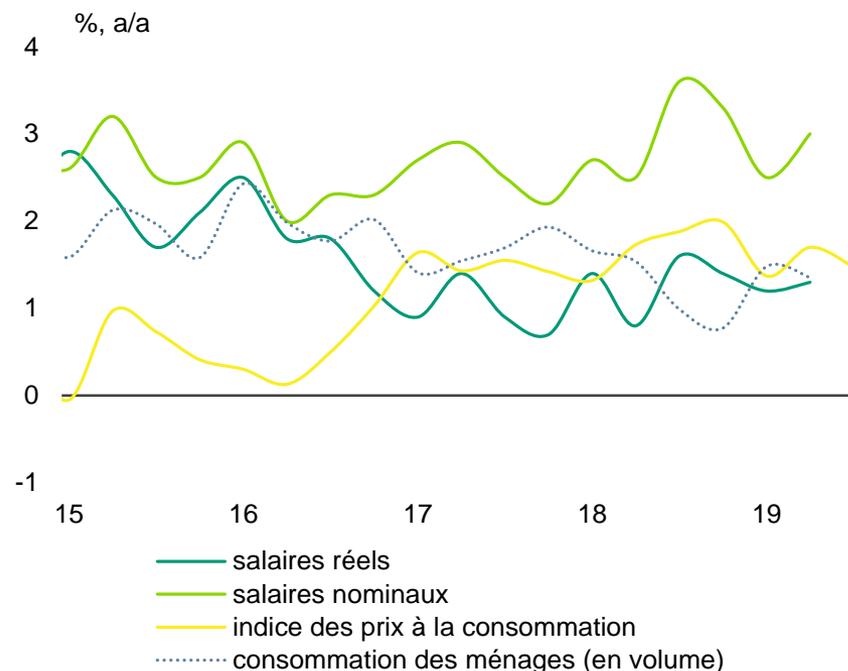
Dynamique des salaires



Sources : FSO, Crédit Agricole SA / ECO

Les dernières négociations de branche ont permis de soutenir 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. Les prochaines grandes négociations de branche concerneront le travail intérimaire (en décembre 2019) et l'industrie métallurgique et électrique (en mars 2020) mais aboutiront vraisemblablement sur des

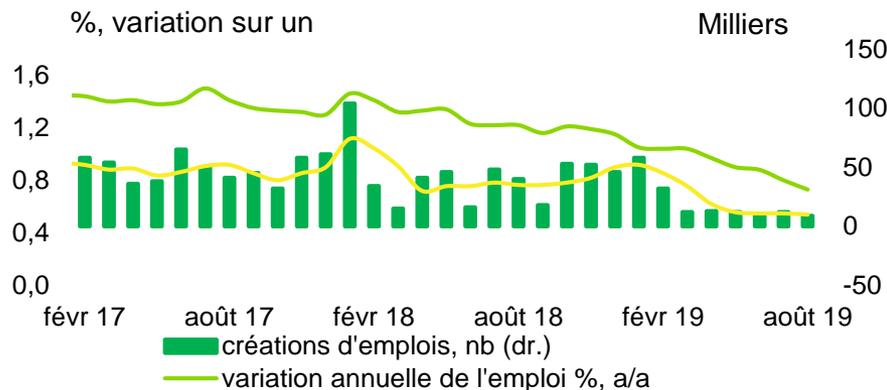
Salaires, inflation et consommation



Sources : FSO, Crédit Agricole SA / ECO

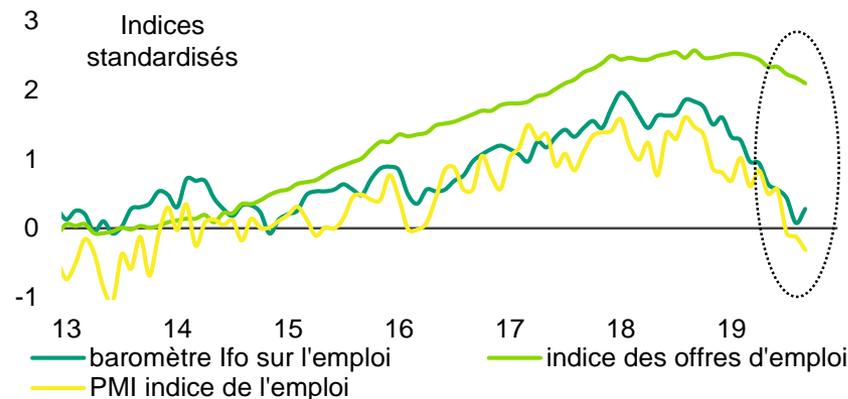
augmentations moins généreuses en raison du ralentissement qui pèse sur l'activité du pays. La progression des salaires effectifs devraient donc être légèrement inférieure l'an prochain à celle connue cette année. La faiblesse de l'inflation, estimée à 1,4% en 2019 et à 1,5% en 2020 (contre 1,9% en 2018) permettra de soutenir un pouvoir d'achat des ménages et une consommation privée encore robuste. Nous estimons cependant que la consommation devrait ralentir d'une croissance estimée à 1,4% en 2019 à 1,1% en 2020.

Créations d'emplois



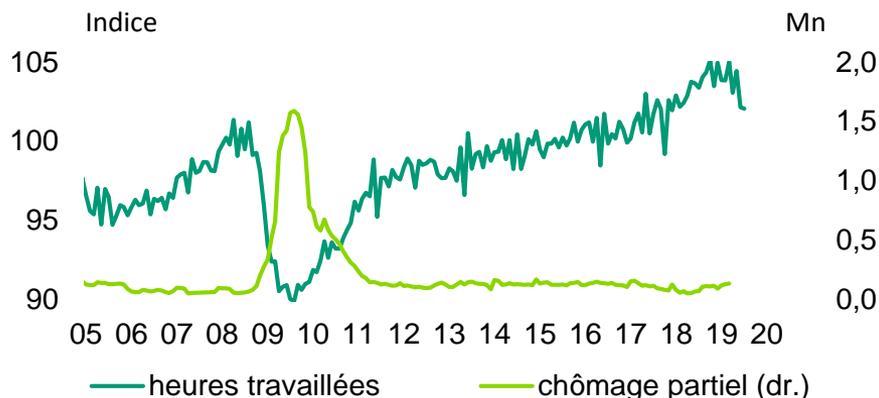
Sources : Bundesbank, Crédit Agricole SA / ECO

Indicateurs d'emploi



Sources : FSO, Crédit Agricole SA / ECO

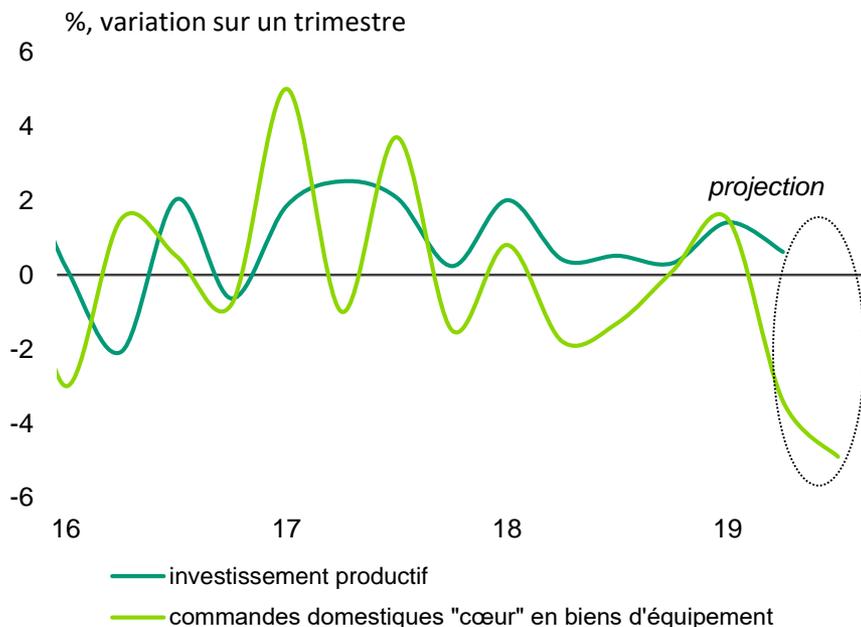
Baisse du nombre d'heures travaillées



Sources : Agentur fur arbeit, Eurostat, Crédit Agricole S.A

Les créations d'emplois augmentent deux fois moins vite qu'il y a un an en août dernier (+0,7% en variation annuelle contre 1,2% un an plus tôt). Elles tendent à rejoindre leur moyenne de long terme estimée à +0,6%. Le taux de chômage (harmonisé par Eurostat) est en dessous de son niveau d'équilibre (3,5% selon la Commission européenne) mais s'est toutefois stabilisé à 3,1% depuis mai dernier. L'indice des offres d'emploi continue de se tasser et l'indice d'emploi des directeurs d'achat suggère même un recul des embauches dans le secteur manufacturier. L'indicateur Ifo souligne en revanche une amélioration de la situation de l'emploi. L'ensemble de ces enquêtes plaide pour un ralentissement des embauches en raison de l'effondrement des commandes industrielles, et des craintes portant sur le commerce extérieur, notamment automobile et chimique, qui poussent les entreprises à recourir à l'activité partielle et à réduire le nombre de travailleurs temporaires en attendant un regain d'activité.

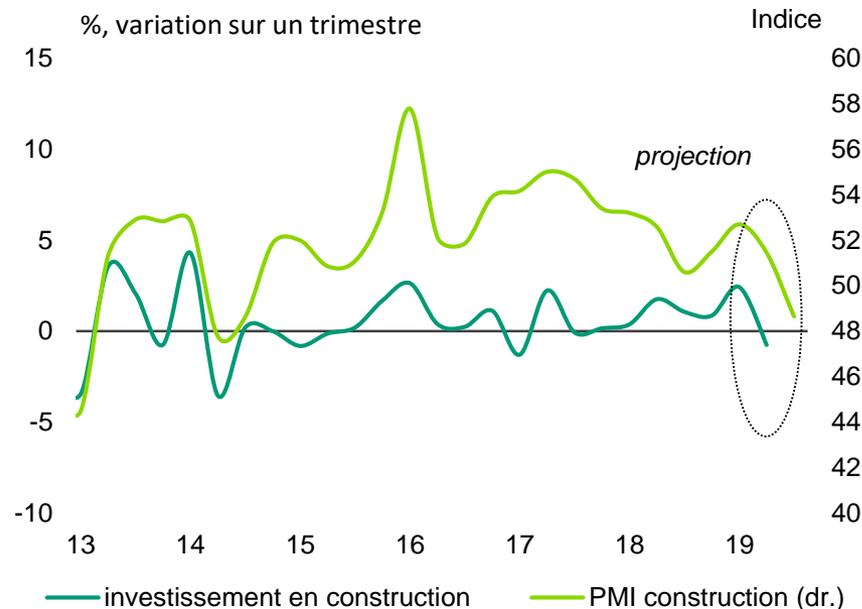
Évolution de l'investissement productif



Sources : FSO, Crédit Agricole SA / ECO

La contraction marquée des commandes en biens d'équipement suggère un repli de l'investissement productif au T3. Celui-ci est guidé par le recul des commandes extérieures et la détérioration des perspectives à l'exportation des entreprises. Du côté de la construction, nous enregistrons une décélération de l'activité du secteur au T3 révélée par les enquêtes mensuelles PMI. Toutefois, l'investissement en construction

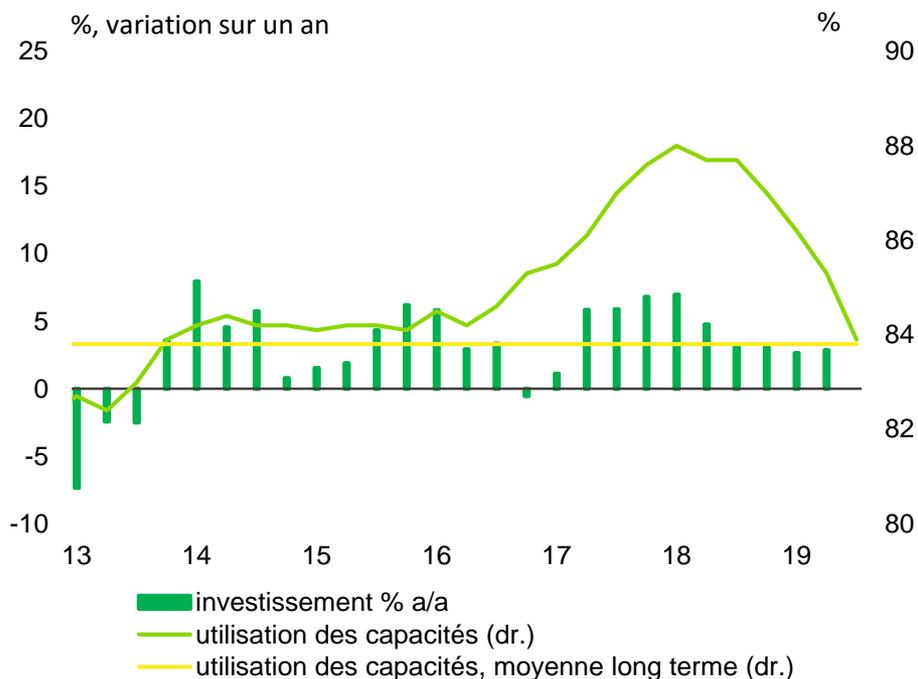
Évolution de la construction



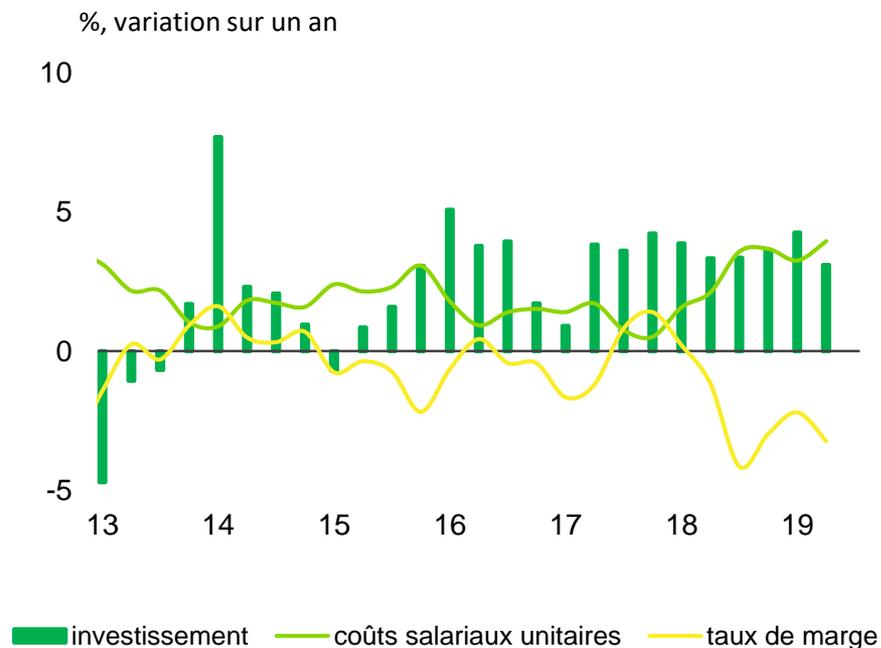
Sources : Markit, FSO, Crédit Agricole SA / ECO.

demeure en expansion et devrait contribuer à soutenir la croissance de l'investissement au T3 et tout au long de l'année en raison d'une demande de logements élevée, de prix jugés toujours abordables et de conditions de crédits encore très favorables aux ménages, dont la situation financière s'est nettement améliorée depuis la crise de 2011.

Taux d'utilisation des capacités productives



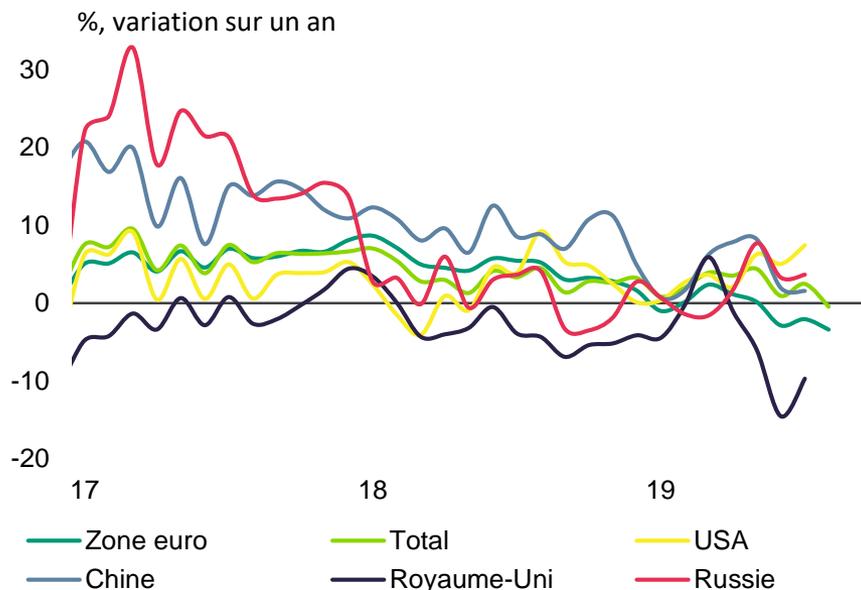
Taux de marge, coûts salariaux unitaires et investissement



Le taux d'utilisation des capacités de production s'est considérablement amoindri depuis 2018 et coïncide maintenant avec sa moyenne de long terme et son niveau de 2013. Les coûts salariaux unitaires ont continué d'augmenter au T2 et les marges des entreprises ont poursuivi leur recul entamé depuis maintenant un an. Cette détérioration persistante des marges suggère une plus grande prudence en matière d'investissement

au cours des deux prochaines années. Nous anticipons désormais un ralentissement de l'investissement à +2,9% en 2019 (après +3,5% en 2018) puis à +0,6% en 2020 en raison de la dégradation du secteur industriel et des perspectives d'exportations orientées à la baisse dans un contexte de durcissement du protectionnisme mondial.

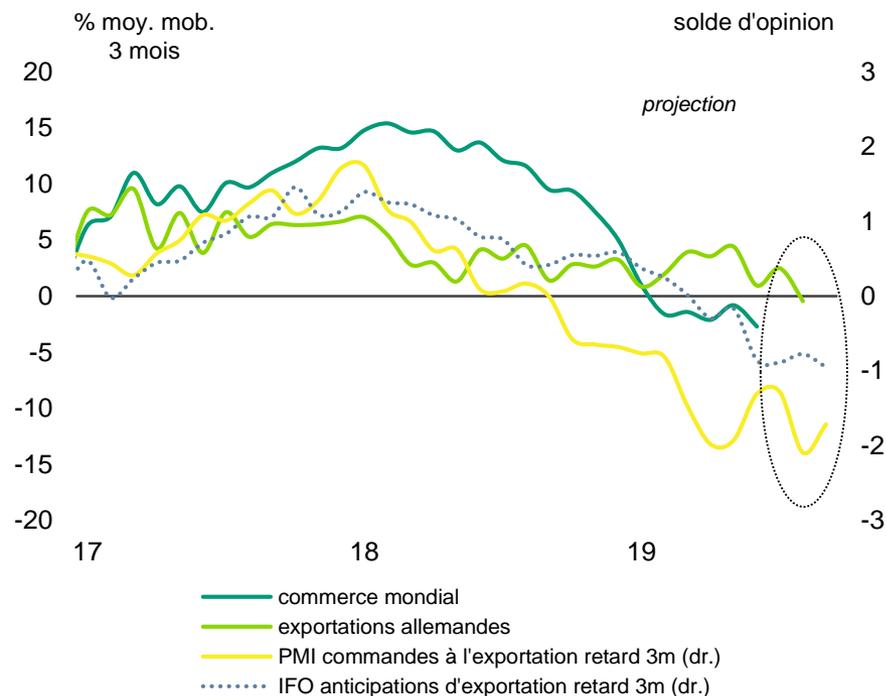
Exportations par partenaires principaux



Sources : Bundesbank, Crédit Agricole SA / ECO

Les exportations nettes ont contribué négativement à la croissance du PIB en 2018. Ce scénario semble également se profiler pour cette année et la suivante. Les exportations allemandes se sont tendanciellemment affaiblies depuis le début de l'année à destination des États-Unis et de la Chine mais aussi envers ses autres partenaires européens, et plus particulièrement le Royaume-Uni. Les dernières données font état d'une dégradation des exportations vers l'Union, d'une stagnation du commerce vers la Chine et paradoxalement d'une augmentation des exportations vers les États-Unis.

Perspectives d'exportation



L'indicateur PMI portant sur les commandes à l'exportation suggère une amélioration des exportations au T3 tandis que l'indicateur Ifo souligne inversement la poursuite d'une dynamique baissière nous laissant une faible lisibilité à court terme. Sur l'année, nous anticipons une contribution négative des exportations nettes à la croissance à hauteur de -0,7 point de PIB en 2019. Pour l'année suivante, de moindres importations et une faible amélioration des exportations devraient conduire à une contribution moins négative des exportations nettes à hauteur de -0,4 point de PIB.

5

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO RISQUES SUR NOTRE SCÉNARIO

Matrice des risques associés à notre scénario

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



CONSULTEZ NOS DERNIÈRES PARUTIONS EN ACCÈS LIBRE SUR INTERNET

Date	Titre	Thème
11/10/2019	<u>Monde - L'actualité de la semaine</u>	Monde
09/10/2019	<u>Monde – Scénario macro-économique 2019-2020 : une fragile ligne de flottaison</u>	Monde
04/10/2019	<u>Monde - L'actualité de la semaine</u>	Monde
30/09/2019	<u>France – Immobilier résidentiel : Évolutions récentes et perspectives 2019-2020</u>	France, immobilier
27/09/2019	<u>Monde - L'actualité de la semaine</u>	Monde
24/09/2019	<u>France – Établissement de santé : Tendances en septembre 2019</u>	France, sectoriel
20/09/2019	<u>Monde - L'actualité de la semaine</u>	Monde
18/09/2019	<u>La mue laborieuse du système politique espagnol</u>	Espagne
17/09/2019	<u>France – Travail temporaire, tendances à mi-septembre</u>	France, sectoriel
09/09/2019	<u>PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole</u>	Agri-agro
03/09/2019	<u>L'agenda de la rentrée européenne</u>	Europe

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.