CRÉDIT AGRICOLE S.A.

Octobre 2019

ESPAGNE
SCÉNARIO 2019-2020

Sofia TOZY

“Espagne, un freinage contrôlé ?”

ECO
Études Économiques Groupe

ECO
Études Économiques Groupe

ESPAGNE

SCÉNARIO 2019-2020

1 | SYNTHÈSE

2 FOCUS : DES ÉLECTIONS SOUS HAUTE TENSION

3 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

4 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

1 SYNTHÈSE
CROISSANCE ESPAGNOLE : UN FREINAGE CONTRÔLÉ ?

Les vents contraires commencent à souffler sur l'économie espagnole. La croissance réduit sa voilure mais se situe au-dessus de la moyenne en zone euro. Les signaux de ralentissement qui se multiplient restent difficiles à lire et ne sont pas là où on les attendait. La contribution de la demande extérieure malgré le contexte de guerre commerciale sino-américaine a été positive grâce à un rebond des exportations tandis que la demande interne est restée la grande absente.

Les révisions de l'Institut national des statistiques espagnol pour l'année 2018 et le premier semestre 2019 donnent un nouvel éclairage sur ce profil de croissance. La consommation des ménages avait montré ses premiers signes d'essoufflement au troisième trimestre 2018, une tendance à contrecourant de celle du revenu disponible.

L'investissement a gardé le cap en dépit de la hausse des incertitudes inhérentes au climat politique national et international. Les dépenses publiques ont largement soutenu l'activité. Pedro Sanchez et la gauche radicale n'ont pas attendu l'appel de Mario Draghi pour céder aux sirènes de la politique budgétaire pro-cyclique. La consommation publique a augmenté de 2% entre la prise de fonction du gouvernement en mai 2018 et sa chute en février 2019, soit la plus forte hausse depuis 2010. Face à des importations qui sombrent en territoire négatif, les révisions ont étonnamment montré un meilleur comportement des exportations permettant aux exportations nettes de contribuer à hauteur d'un quart à la croissance du premier semestre.

Les perspectives pour les mois à venir s'assombrissent et cela n'est pas simplement imputable à un environnement international agité. Sans gouvernement, les entreprises et les ménages naviguent à vue privilégiant pour les premiers des reports d'investissement et pour les seconds de l'épargne de précaution. Après la tentative d'investiture avortée de Pedro Sanchez en juillet dernier, les Espagnols devraient rejoindre les urnes pour la seconde fois cette année. Dans un espace politique déjà très fragmenté, le déclenchement de la crise catalane vient modifier les équilibres qui prévalaient lors des élections d'avril 2019.

La consommation des ménages a été atone au premier semestre. Les dépenses des ménages devraient, néanmoins, légèrement s'améliorer traduisant l'augmentation des salaires et des créations d'emplois toujours robustes. Au vu d'une confiance dégradée et de perspectives plutôt pessimistes quant à leur futur, les données liées à la perception des ménages inquiètent, cependant.

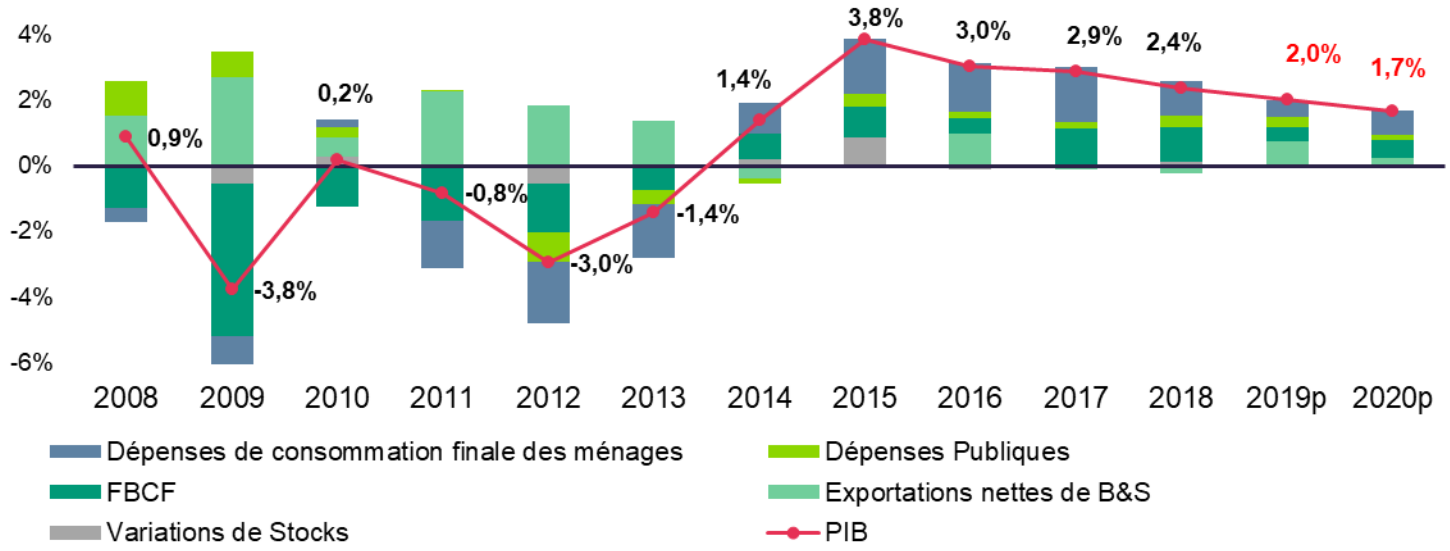
L'investissement qui s'est contracté au deuxième trimestre devrait reprendre de l'allant sans pour autant retrouver les rythmes enregistrés en 2018. Une demande adressée plus faible continuerait à rogner les marges des entreprises exportatrices qui font face à une hausse du coût du travail contrairement à celles tournées vers le marché intérieur. Le secteur de la construction montre quant à lui des signes de ralentissement pénalisé par une baisse des ventes de logements neufs.

La politique budgétaire contracyclique menée au cours du premier semestre par le gouvernement Sanchez a permis de compenser le ralentissement des autres composantes de la demande. Bien qu'elle diminue, la croissance favoriserait une hausse des recettes budgétaires mais les mesures prises par le gouvernement socialiste ne seront pas sans conséquences sur les équilibres budgétaires. Le pays a été récemment rappelé à l'ordre par la Commission européenne qui alerte sur un risque de déviation des finances publiques. Le déficit public estimé à 2,2% pourrait se creuser, davantage pénalisé par la hausse des pensions. Malgré un environnement de taux bas favorable, cette situation pourrait devenir d'autant plus préoccupante compte tenu de l'agenda électoral. Les élections du 10 novembre ajournent le vote du budget au mieux au premier trimestre 2020, ce qui laisse le pays dépourvu de marges de manœuvres dans un environnement dans lequel les risques baissiers se multiplient.

1 SYNTHÈSE

CROISSANCE ESPAGNOLE : UN FREINAGE CONTRÔLÉ ?

Contributions à la croissance annuelle du PIB



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A / ECO

Espagne	2018	2019	2020	2019				2020			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB	2,4	2,0	1,7	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,3	0,3	0,4
Consommation privée	1,8	0,8	1,3	0,2	0,0	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,5
Investissement	5,3	2,5	2,5	1,4	-0,2	0,7	0,8	0,9	0,6	0,4	0,3
Variation des stocks*	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportations nettes*	-0,2	0,7	0,2	0,2	0,3	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Taux de chômage	15,3	14,0	13,5	14,2	14,1	13,9	13,7	13,6	13,6	13,5	13,4
Déficit public (% PIB)	-2,5	-2,2	-1,9								

*Contributions à la croissance du PIB

Source : Crédit Agricole S.A / ECO, prévisions

ECO

Études Économiques Groupe

ESPAGNE

SCÉNARIO 2019-2020

1 SYNTHÈSE

2 | FOCUS : DES ÉLECTIONS SOUS HAUTE TENSION

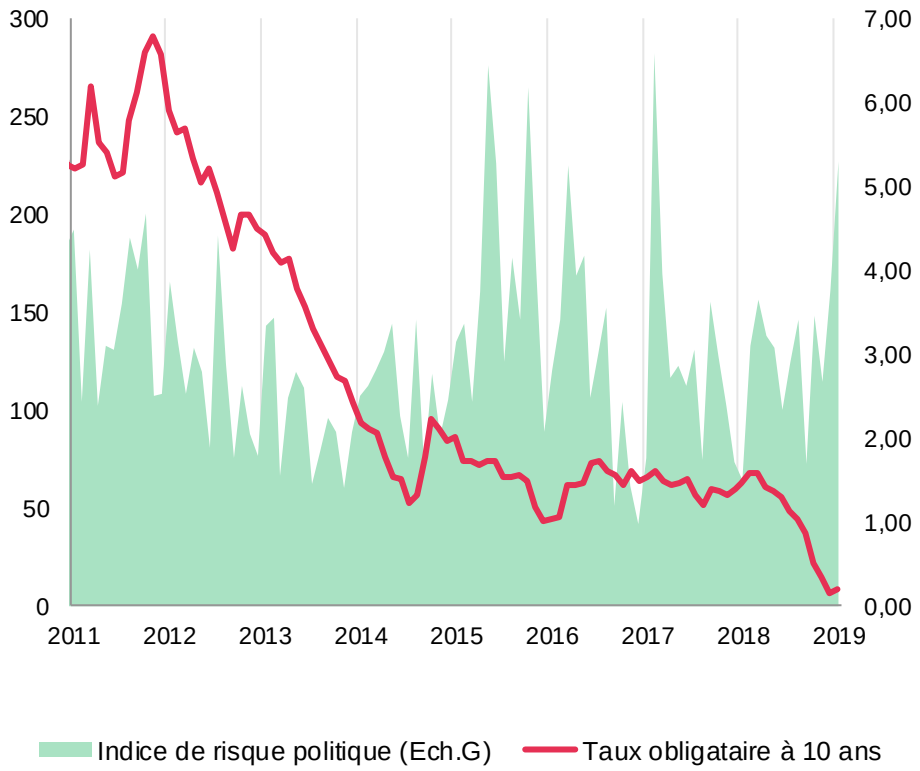
3 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

4 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

2 FOCUS : DES ÉLECTIONS SOUS HAUTE TENSION

AU LENDEMAIN DU PROCÈS CATALAN

Indice d'incertitudes politiques et taux obligataire à 10 ans



Sources : EPU, Reuters, Crédit Agricole S.A / ECO

Les événements de Barcelone marquent un tournant dans la révolution des sourires qui s'est jusqu'à présent voulue comme un mouvement non violent. Des heurts ont rythmé les nuits de la capitale catalane dans la semaine suivant l'annonce du verdict de la cour constitutionnelle dans le procès des douze officiels catalans. Ils étaient poursuivis pour les événements d'octobre 2017 et encouraient jusqu'à 25 ans de réclusion pour rébellion, sédition et détournement de fonds publics. Ils ont été condamnés à des peines allant de de 1 an à 13 ans d'emprisonnement. En marge des marches qui ont fait convergé près de 500 000 personnes sur Barcelone pour la grande manifestation du 18 octobre, des rassemblements et des opérations coups de poing ont été organisés par des réseaux anonymes tels que les Comités de défense de la République et la plateforme en ligne Tsunami Democratic qui a fédéré plus de 8 000 personnes pour le blocage de l'aéroport del Prat. Elles ont donné lieu à des affrontements entre des manifestants et la police catalane.

Le gouvernement central a fermement condamné ces incidents, tout en défendant la transparence de la sentence. Malgré les pressions du PP qui prône une approche plus radicale, Pedro Sanchez a écarté pour l'heure le recours à la loi de sécurité qui permet à l'État de reprendre le contrôle sur la police régionale (les Mossos d'Esquadra) de même qu'à l'article 155 qui suspend l'autonomie de la région. Il a en outre demandé au président de la région de condamner les manifestations violentes des groupes indépendantistes radicaux ce que Quim Torra refuse de faire jusqu'à présent. Fidèle à Carles Puigdemont, ce dernier continue de maintenir une position ambiguë qui fait apparaître des distensions dans les rangs indépendantistes où le JxCat est de plus en plus isolé. L'ERC, le parti de gauche républicain sans pour autant se désolidariser de la coalition souhaiterait de nouvelles élections dans la région. Deux événements pourraient alimenter davantage les tensions : d'une part, le jugement de Quim Torra pour désobéissance qui devrait se dérouler le 18 novembre et, d'autre part, le nouveau mandat d'arrêt lancer contre Carles Puigdemont par la Cour constitutionnelle basée sur de nouveaux chef d'accusation. La justice belge devrait rendre son verdict le 28 octobre.

2 FOCUS : DES ÉLECTIONS SOUS HAUTE TENSION
LA CATALOGNE ENCORE, LA CATALOGNE TOUJOURS**

- Après l'échec de l'investiture de Pedro Sanchez en juillet, de nouvelles élections ont été convoquées pour le 10 novembre 2019. La campagne électorale officielle devrait débuter une semaine avant la tenue du vote. Elle sera lancée par un débat télévisé qui réunira les chefs de file des principaux partis le 4 novembre.

- La crise catalane vient rebattre les cartes de la précampagne électorale. Bien qu'il y est une solidarité des partis constitutionnalistes autour du chef du gouvernement, la gestion du mouvement indépendantiste par l'Etat centrale est une des lignes de fractures de la politique espagnole entre d'une part les constitutionalistes nationalistes que l'on retrouve plutôt à droite de l'échiquier politique et d'autres part les constitutionalistes fédéralistes incarné par le PSOE mais également certains partis régionaux. Tous deux s'appuient sur la constitution et défendent la souveraineté et l'intégrité du territoire espagnol face à ce qu'ils identifient comme une menace indépendantistes mais ils s'opposent sur la gestion de ces revendications.

- Les premiers prônent une approche plus centralisée dans la gestion des communautés autonomes qui serait une solution pour annihiler toute volonté sécessionniste. Les seconds privilégient la mise en place d'un nouveau statut d'autonomie qui renforcerait le fédéralisme de l'Etat comme moyen de limiter la montée de l'indépendantisme. Ce dernier est soutenu par certaines communautés autonomes (Pays basque, Valence)

- A cette fracture politique se juxtapose une fracture territoriale entre des communautés autonomes organisées autour de grandes métropoles qui revendiquent une identité territoriale forte et qui bénéficieraient positivement de la fédéralisation et le reste de l'Espagne. Or ces potentielles perdantes qui par conséquent se reconnaissent dans une approche plus nationaliste bien qu'elles soient moins peuplées sont plus que proportionnellement représentées au niveau du parlement national.**

- Du fait de ces distensions, les crises en Catalogne ont de profondes répercussions sur la politique nationale et sont à même d'en bouleverser les tendances.

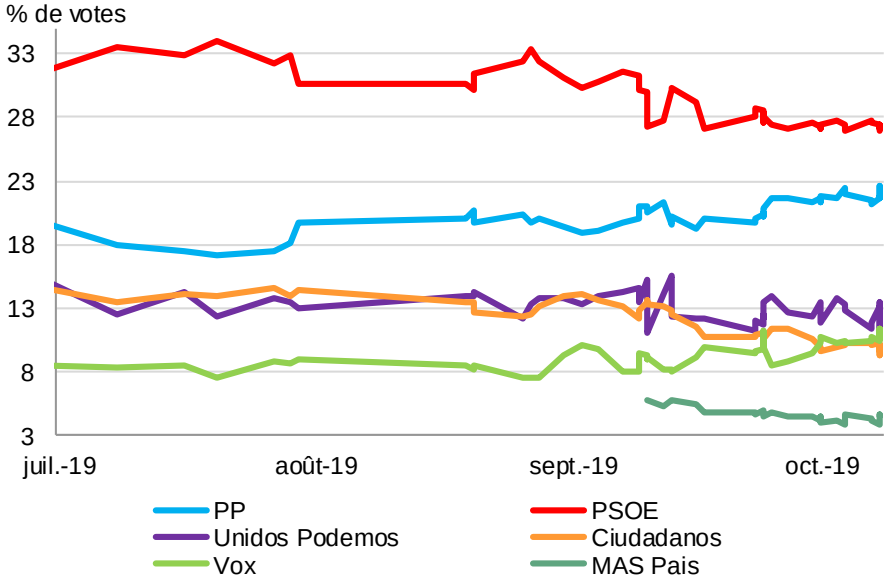
- Les violence en Catalogne et la couverture médiatique qui en fait par la presse partisane des deux cotées devrait donc fortement influer sur le résultats des élections. Au-delà d'une bataille juridique, le gouvernement Sanchez s'évertue pour le moment à gagner la bataille de l'image et des mots.

** *cf. Espagne – Enjeux politiques : l'élection de tous les possibles, du 23 avril 2019*

2 FOCUS : DES ÉLECTIONS SOUS HAUTE TENSION

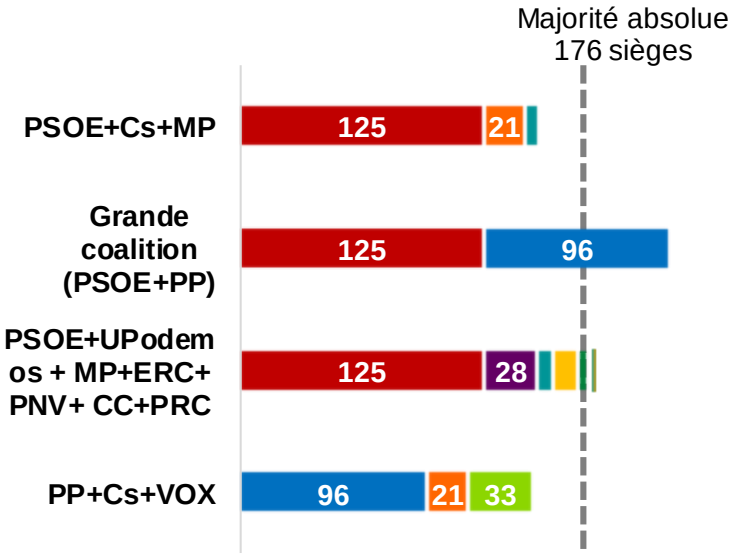
VERS DE NOUVELLES ÉLECTIONS EN NOVEMBRE

Sondages d'opinion en vue des élections du 10 novembre



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

Coalition possible sur la base des derniers sondages



Sources : CIS, Crédit Agricole SA / ECO

Dans une période préélectorale, la gestion de la crise revêt une importance majeure pour Pedro Sanchez d'autant que la question catalane constitue l'une des principales lignes de démarcation politique en Espagne. Les répercussions des événements en Catalogne commencent à se cristalliser dans les sondages d'opinion qui indiquent une légère modification des tendances observées avant l'été. Le PSOE est toujours en tête (27%) mais perd du terrain depuis l'émergence de Mas Madrid (4%). Le PP se renforce (21%) et devrait avec Vox (11%) tiré parti de la crise catalane. Prônant une approche radical vis-à-vis de la Catalogne, le parti de Santiago Abascal pourrait bien devenir la troisième force politique du pays. Ciudadanos (9%) et Unidos Podemos n'arrivent pas à enrayer leur chute. Le paysage électoral apparaît de plus en plus fragmenté à quelques semaines des élections et il est possible que cette répétition électorale débouche sur un parlement encore plus divisé. Dans ce contexte, former une coalition pourrait s'avérer plus difficile pour Pedro Sanchez s'il se maintient en tête des intentions de vote. Il pourrait tenter l'investiture au vote à la majorité simple mais cela ne sera possible que s'il donne des gages de fermeté sur la question catalane aux autres partis pour qu'ils s'abstiennent. Une grande coalition constitutionnaliste avec le PP pourrait également voir le jour si la crise catalane venait à s'intensifier.

ECO
Études Économiques Groupe

ESPAGNE

SCÉNARIO 2019-2020

1 SYNTHÈSE

2 FOCUS : DES ÉLECTIONS SOUS HAUTE TENSION

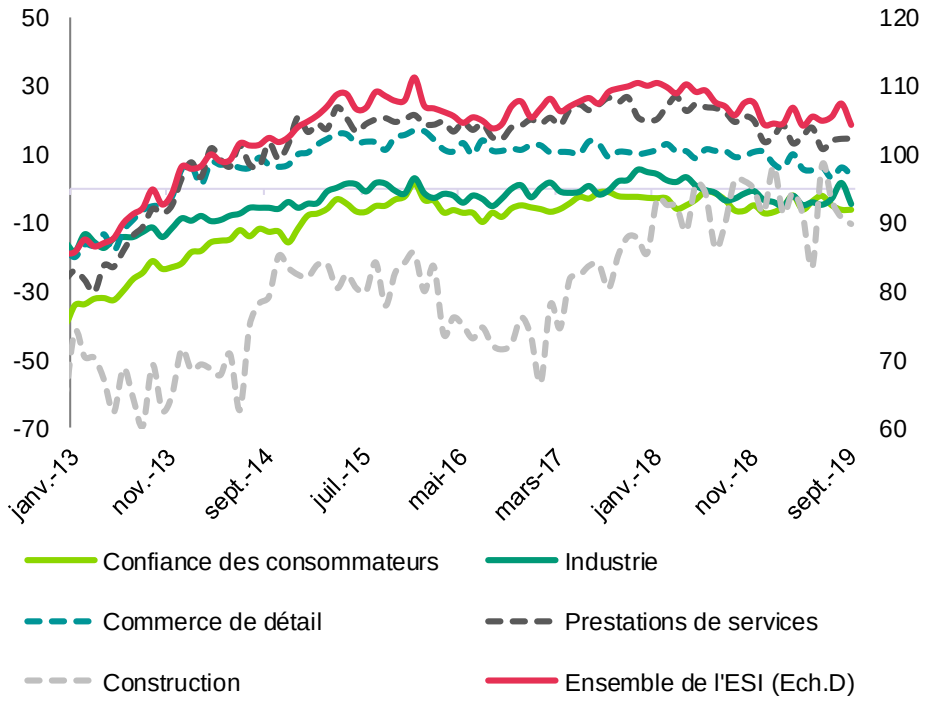
3 | DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

4 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

3 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

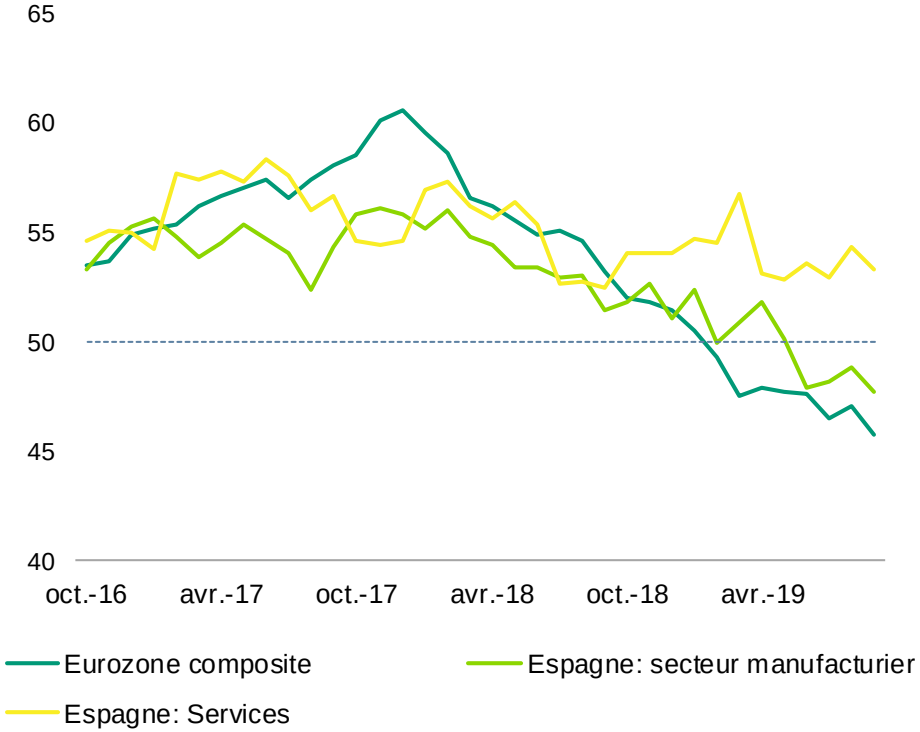
CONFIANCE ET PMI

ESI et ses composantes



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

Indice des directeurs d'achats



Sources : Markit Crédit Agricole SA / ECO

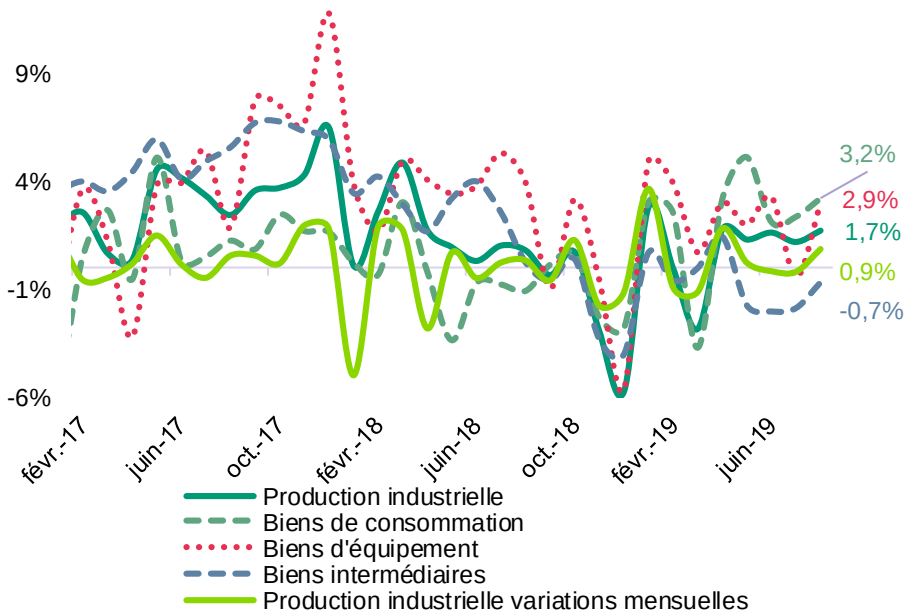
Après une légère embellie des indicateurs de confiance cet été, la rentrée s'annonce moins rose. L'ESI globale qui avait progressé au mois d'août, à 107,5 est repassé autour de 104,2 en septembre. Excepté les services, toutes les autres sous-composantes de l'indicateur se dégradent, avec un recul notable dans l'industrie et dans la construction.

Pour ce qui est du PMI manufacturier, la fuite en avant se poursuit. L'indice qui est passé sous le seuil de 50 en mai a atteint son plus bas niveau depuis 2013 en septembre. Les directeurs d'achat continuent d'observer une contraction de leur production qui les conduit à privilégier une réduction des stocks et une baisse des surcapacités notamment en emploi. Le PMI dans les services fait bonne figure mais la tendance à la baisse amorcée en mars se confirme en cause, une détérioration des perspectives futures et une hausse des salaires qui rognent sur les marges. Même si les entreprises reportent une demande domestique toujours résiliente, il observe néanmoins une baisse des perspectives à l'exportation.

2 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

PRODUCTION INDUSTRIELLE ET CARNETS DE COMMANDES

Production industrielle

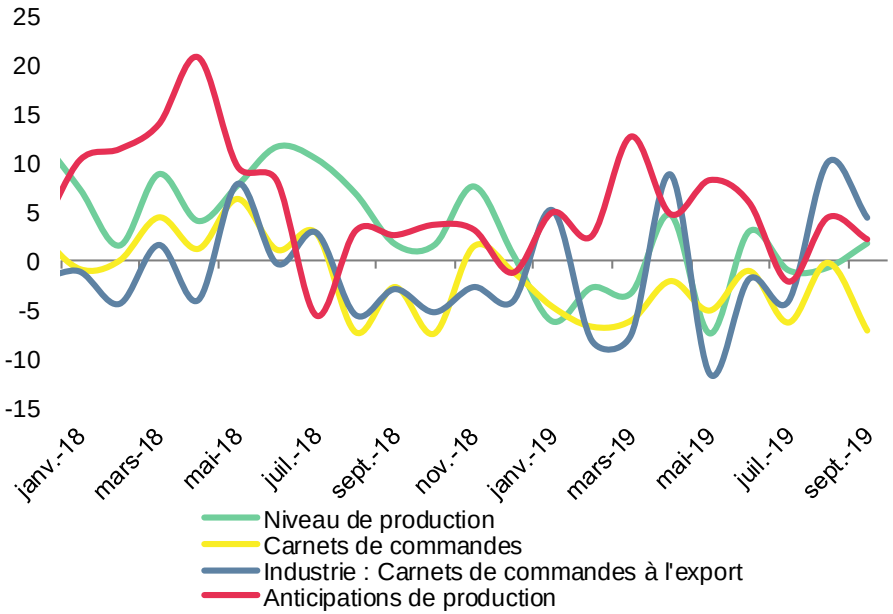


Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

Sans grande surprise, la production industrielle a progressé au mois d'août mais ces évolutions restent difficiles à lire. En glissement annuel, elle enregistre son 5e mois de hausse en clôturant l'été avec une augmentation de 1,7%. D'un mois sur l'autre, elle a progressé au mois d'août après deux mois de recul. L'acquis de croissance pour le T3 est en légère baisse par rapport à celui du T2 et se situe à 0,3%. Par biens, les tendances observées depuis le début l'été tendent à se confirmer. La production de biens d'équipement continue de tirer le secteur manufacturier (+2,9%), le creux enregistré en juillet s'est révélé être temporaire.

Après un début d'année en demi-teinte, le redressement dans les biens de consommation se confirme tandis que les biens intermédiaires montrent des signaux de stabilisation.

Enquête dans l'industrie



Sources : ICI, Crédit Agricole SA / ECO

Par branche, on observe globalement un léger redressement dans l'automobile et dans les machines et équipement, après un début d'année plutôt difficile. L'industrie alimentaire qui pèse près de 11% de la production industrielle continue de montrer une tendance stable et devrait quelque peu soutenir la production industrielle dans les mois à venir grâce à une conjoncture favorable (hausse des prix).

Les anticipations pour les mois à venir laissent cependant moins de place à l'optimisme. Excepté pour les commandes à l'exportation qui bien qu'elles ralentissent continuent d'être élevées, le reste des données d'enquête est teinté de morosité. Les carnets de commandes domestiques et les niveaux de production attendus pointent à la baisse.

ECO
Études Économiques Groupe

ESPAGNE

SCÉNARIO 2019-2020

1 SYNTHÈSE

2 FOCUS : DES ÉLECTIONS SOUS HAUTE TENSION

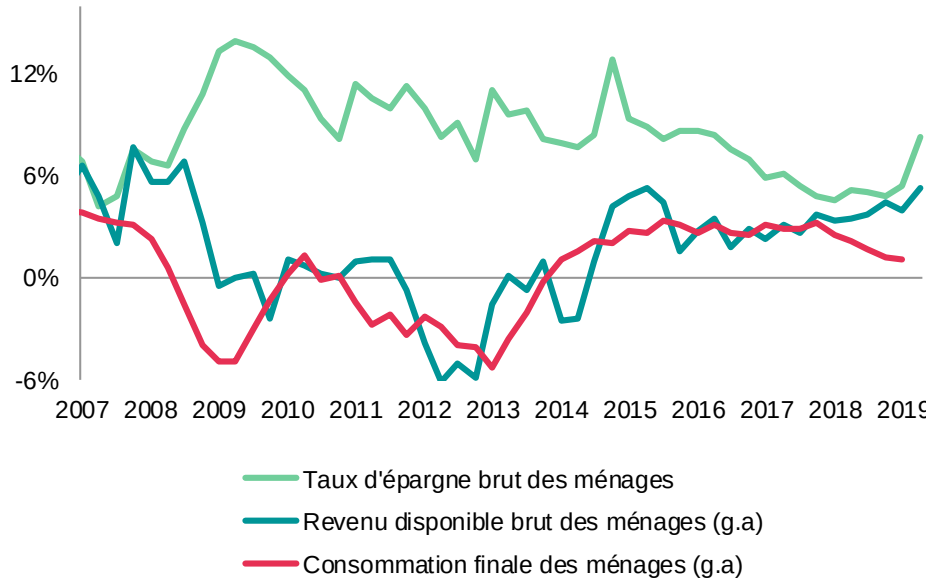
3 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

4 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

4 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

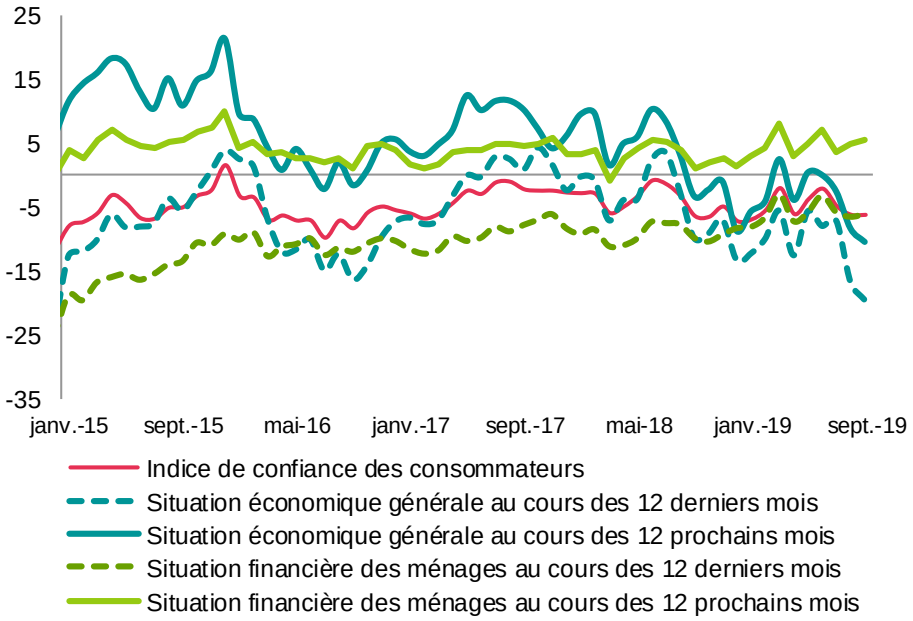
CONSOMMATION DES MÉNAGES ET SALAIRES

Evolution du revenu disponible brut et ses composantes



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

Enquête auprès des ménages



Sources : Commission européenne, Crédit Agricole SA / ECO

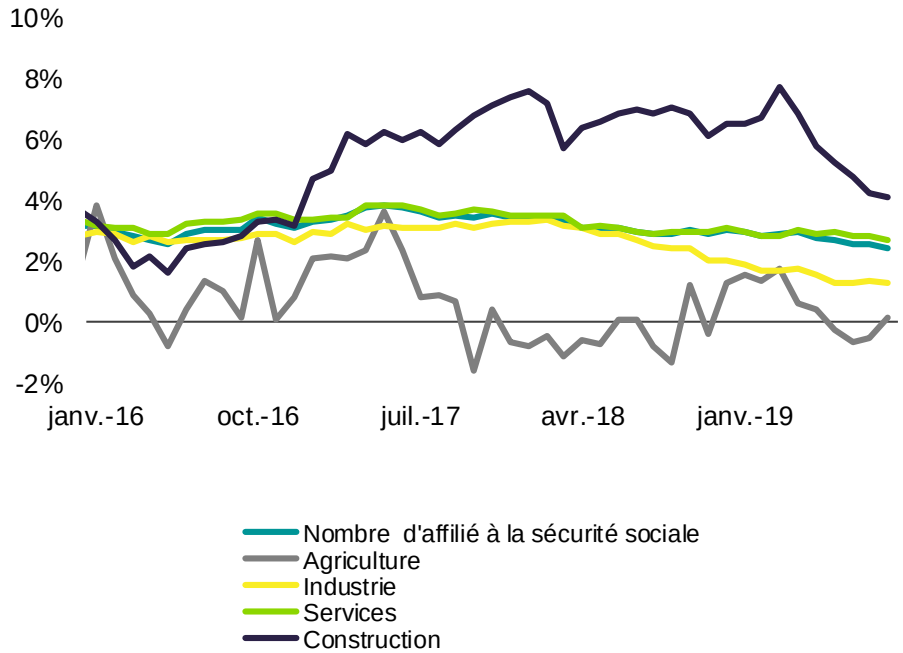
La faiblesse du taux d'épargne et la fin du cycle de biens durables expliquent en partie la réallocation d'une part croissante du revenu disponible vers l'épargne, mais cela se fait au détriment de la consommation. La baisse de la confiance des ménages semble renforcer ce phénomène, qui rompt avec la tendance des dernières années. Les révisions de l'INE éclairent davantage sur cette tendance qui s'inscrit dans la durée. Le fléchissement de la consommation des ménages a débuté au cours de la seconde partie de 2018 pour s'accentuer en 2019. Après avoir enregistré une timide croissance au cours du premier trimestre (+0,2%), la consommation des ménages a stagné au cours du second trimestre, et ce en dépit d'une hausse du revenu disponible (+5,4%). L'épargne s'est établi à (8,7%) au deuxième trimestre, soit son plus haut niveau depuis 2013.

L'augmentation des ventes de voitures et des données de ventes de détails robustes pour les trois derniers mois indiquent néanmoins une légère amélioration du profil de consommation pour le troisième trimestre. Le crédit à la consommation s'est également repris au cours de l'été mettant fin à plusieurs mois consécutifs de ralentissement. Dans le même temps, les enquêtes signalent des perceptions des ménages toujours dégradées. L'enquête sur la situation financière des ménages indique en effet une détérioration des conditions financières et des anticipations des ménages sur les 12 prochains mois.

4 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

MARCHÉ DU TRAVAIL

Emploi : affiliations à la Sécurité sociale

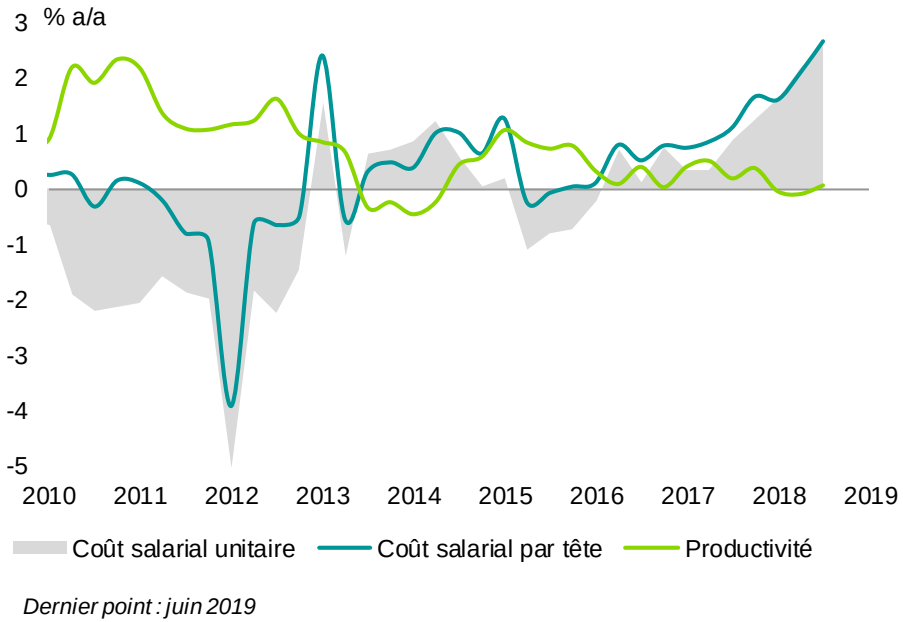


Sources : Ministère du travail, Crédit Agricole SA / ECO

Le marché du travail continue cependant d'être bien orienté bien que les créations d'emplois ralentissent. Au cours du second trimestre, les créations d'emplois ont augmenté de 2,4% en glissement annuel soit 0,4% de moins par rapport au trimestre précédent. Les données préliminaires pour le troisième trimestre n'indiquent pas d'inflexion de la tendance. Le nombre de nouveaux inscrits à la Sécurité sociale a augmenté de 2,4 % en glissement annuel en septembre (après 2,5% en août et 2,6% en juillet) soit sa plus faible hausse depuis 2013. Le taux de chômage qui se situe à 14% au cours du deuxième trimestre devrait néanmoins continuer à se résorber.

Coûts salariaux unitaires

(secteur marchand)



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

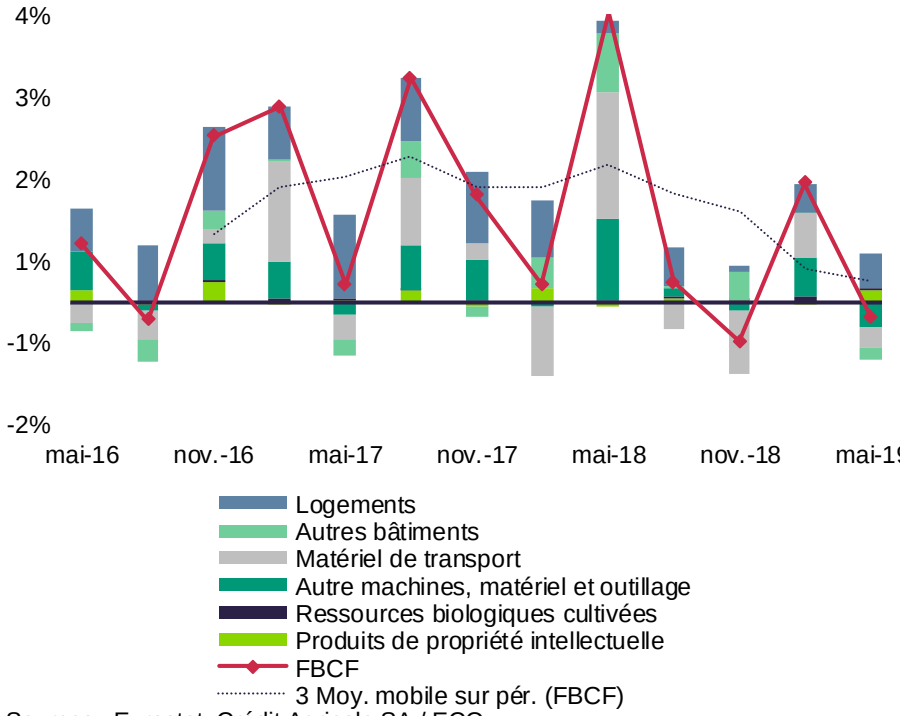
Les salaires réels qui ont crû en moyenne de 2,5% au cours du premier semestre devraient continuer d'augmenter mais dans une moindre mesure que ce qui a été observé en début d'année. En effet, la hausse des salaires négociés combinée à celle du salaire minimum expliquent la croissance des revenus salariaux. Le coût du travail a augmenté en conséquence en particulier dans les services. Après une croissance des coûts salariaux unitaires de 2,1% au cours du premier trimestre, ces derniers ont crû de 2,4 au cours du deuxième trimestre pour s'établir à 2 664 euro.

.

4 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

INVESTISSEMENT

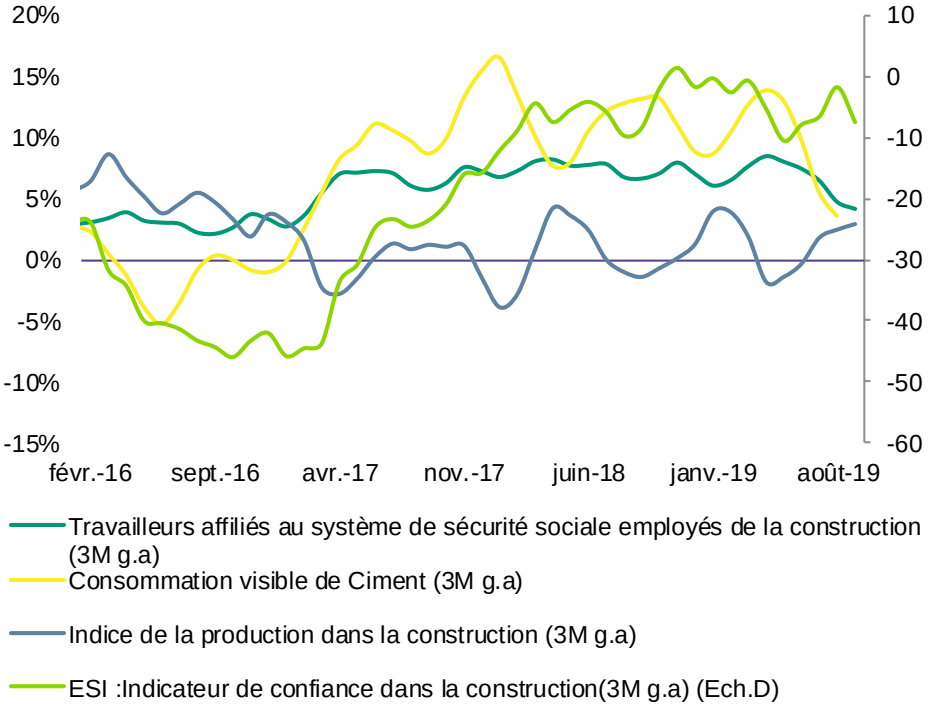
Contributions à l'investissement



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

Bien que l'on s'attendait à un ralentissement de la FBCF, la contraction de l'investissement au cours du deuxième trimestre a surpris. Elle est la résultante d'une baisse de l'investissement dans les transports ainsi que dans les biens d'équipement qui n'a pas été compensée par les performances toujours positives dans la construction de logements. La reprise des importations de biens d'équipement durant l'été, concomitante à une hausse des immatriculations de véhicules commerciaux, laisse à penser que la contraction de la FBCF devrait rester temporaire et que l'investissement devrait progresser au cours du second semestre. D'autant plus que les conditions financières continuent d'être accommodantes pour les entreprises.

Secteur de la construction



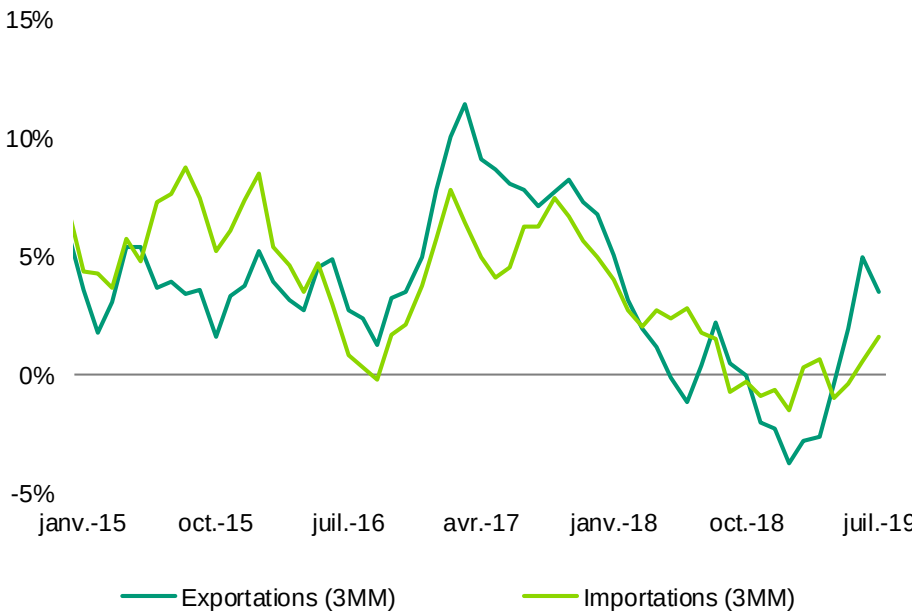
Sources : Ministère du Logement, Crédit Agricole SA / ECO

Malgré des données encourageantes, la récupération du marché immobilier montre des signes d'épuisement. Les ventes en logement ont accusé un net ralentissement depuis le début de l'année et cette tendance s'est renforcée au cours de l'été. Elle trouve son origine, d'une part, dans des facteurs saisonniers et, d'autre part, dans la mise en place d'une nouvelle loi sur le crédit immobilier qui restreint les conditions d'octroi d'hypothèques. Les prix des transactions immobilières ont également perdu de l'allant bien que les tendances restent très hétérogènes sur le territoire. Ces évolutions devraient affecter négativement l'investissement dans la construction dont l'indice de production a affiché une croissance nulle au mois d'août.

4 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

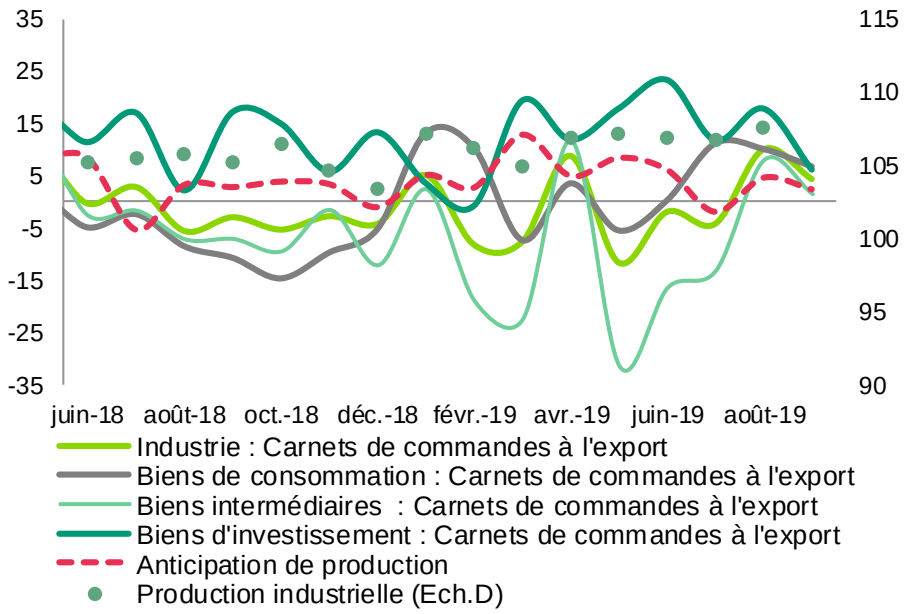
COMMERCE EXTÉRIEUR

Exportations et importations



Sources : Banque d'Espagne, Crédit Agricole SA / ECO

Carnets de commandes à l'exportation



Sources : ICI enquête ministère de l'Industrie et du Commerce, Crédit Agricole SA / ECO

En dépit d'un environnement international toujours dégradé, la contribution des exportations nettes a été positive au cours du second trimestre. Le léger rebond des exportations s'est accompagné d'une contraction des importations. L'embellie du secteur extérieur devrait cependant être de courte durée. L'indicateur synthétique d'activité d'exportation du ministère des Finances indique un net repli des exportations au cours du troisième trimestre, tendance que l'on retrouve également dans les carnets de commande à l'exportation.

Les importations devraient en outre se redresser à la faveur d'une légère amélioration de la demande domestique. La contribution des exportations nettes devraient donc être plus faible par rapport au premier semestre. Une saison touristique en demi-teinte devrait également peser sur les exportations de services.

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO
RISQUES SUR NOTRE SCÉNARIO

Matrice des risques associés à notre scénario

		Probabilité	Impact
↓	Risque d'ingouvernabilité	Moyenne	Elevé
↓	Coalition fragile	Elevée	Elevé
↓	Possibilité d'un brexit dur et conséquences sur les exportations espagnoles	Moyenne	Moyen
↓	Guerre commerciale entre la Chine et les Etats-Unis et risque protectioniste	Moyenne	Elevé
↑	Reprise de la demande en Zone euro	Moyenne	Elevé

Source : Crédit Agricole SA / ECO

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet

Date	Titre	Thème
18/10/2019	Allemagne – Scénario 2019-2020 : Perspectives au T3-2019	Allemagne
18/10/2019	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
17/10/2019	France – Scénario 2019-2020 : une croissance robuste malgré le ralentissement mondial	France
16/10/2019	Le piège des banques centrales	Europe, Etats-Unis
18/10/2019	Allemagne – Scénario 2019-2020 : perspectives au T3-2019	Allemagne
18/10/2019	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
17/10/2019	France – Scénario 2019-2020 : une croissance robuste malgré le ralentissement mondial	France
16/10/2019	Le piège des banques centrales	Monde
11/10/2019	Monde - L'actualité de la semaine	Monde
09/10/2019	Monde – Scénario macro-économique 2019-2020 : une fragile ligne de flottaison	Monde
04/10/2019	Monde - L'actualité de la semaine	Monde
03/10/2019	France – Projet de loi de finances pour 2020 : le déficit public est ramené à 2,2% du PIB	France
30/09/2019	France – Immobilier résidentiel : Évolutions récentes et perspectives 2019-2020	France, immobilier

ECO
Études Économiques Groupe

Sofia TOZY
Économiste – Europe du Sud
+33 1 43 23 23 37
sofia.tozy@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.