

Janvier 2020

ESPAGNE SCÉNARIO 2019-2020

Sofia TOZY

“

*Le défi
progressiste à
l'épreuve du
ralentissement*

”

ESPAGNE

SCÉNARIO 2019-2020

- 1 | SYNTHÈSE : RÉSILIENCE ÉCONOMIQUE
OU RENOUVEAU POLITIQUE ?
- 2 FOCUS : LE DÉFI PROGRESSISTE
- 3 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS
CONJONCTURELLES
- 4 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

L'Espagne a commencé l'année avec un nouveau gouvernement, clôturant un cycle d'instabilité politique qui a vu se succéder deux élections législatives. Malgré une recrudescence des tensions avec la Catalogne, c'est l'abstention des députés de la gauche républicaine catalane qui a permis à la coalition progressiste de sécuriser l'investiture de P. Sanchez. Le nouveau gouvernement en partie composé de ministres issus de la gauche radicale s'est fixé comme feuille de route un agenda social dont les premières mesures devraient apparaître dans le budget 2020.

L'année 2020 s'annonce compliquée pour les partis progressistes qui sans majorité devraient tenir le cap dans un contexte de fin de cycle. La croissance qui a diminué en 2019 devrait enregistrer son plus bas niveau depuis la reprise de 2014. Cependant, par un effet d'inertie, elle est restée nettement au-dessus de celle de la zone euro, alors même que les conséquences de la guerre commerciale entre la Chine et les Etats Unis et le ralentissement manufacturier plombaient les performances des économies allemande et italienne. Protégée dans un premier temps par un secteur d'exportation diversifié dans lequel les services jouent un rôle conséquent, la croissance a bénéficié du dynamisme de la demande interne qui a continué à porter

l'activité. Avec tous les feux passant à l'orange, 2020 serait l'année de la résilience.

La consommation des ménages devrait continuer de soutenir l'activité. Après un premier semestre 2019 atone malgré une hausse marquée du revenu disponible, les dépenses de consommation devraient se redresser vers la fin de l'année, notamment grâce au rebond de la consommation au troisième trimestre. Les ménages étant les grands gagnants de la future politique du gouvernement, les dépenses de consommation pourraient légèrement s'accélérer au premier semestre 2020 pour être rattrapées par la suite par la réalité du marché du travail dans lequel se multiplient les signaux de ralentissement. L'activité devrait néanmoins continuer de créer de l'emploi permettant une résorption du taux de chômage.

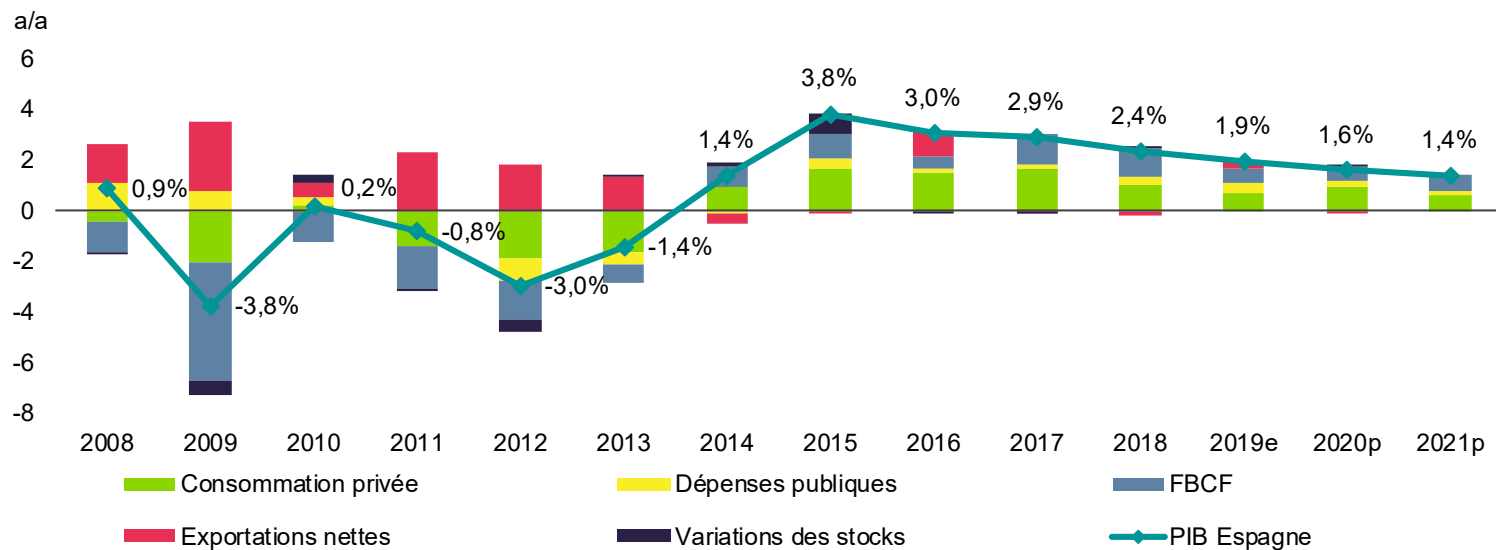
Comparativement à 2018, la croissance de l'investissement a diminué de moitié en 2019 du fait du ralentissement de l'investissement productif. La FBCF devrait souffrir d'une nette modération de l'activité de construction au cours du troisième trimestre qui devrait s'amplifier au quatrième trimestre 2019. Après plusieurs années de reprise, la production de logement faiblit depuis l'entrée en vigueur de la loi sur les hypothèques en mai 2019. La modération de la FBCF pourrait s'accroître en 2020. Les hausses d'impôts et de coût du travail devraient en effet altérer

la confiance des entreprises qui seraient susceptibles de reporter leurs décisions d'investissement dans un contexte de plus faible demande.

En 2020, les exportations devraient bénéficier de la légère amélioration de la conjoncture mondiale limitant ainsi la contribution négative du secteur extérieur à l'activité.

Enfin, le nouveau gouvernement pourrait relancer l'investissement public dans les infrastructures en mettant l'accent sur la transition énergétique qui, avec la nomination d'une vice-présidente chargée du sujet, semble être l'un des axes clefs de la nouvelle législature. On peut néanmoins s'interroger sur les marges de manœuvres budgétaires dont dispose la coalition qui a rappelé son engagement vis-à-vis des règles budgétaires européennes. Bien qu'il n'existe pas encore de chiffrage des mesures annoncées, la multiplication des dépenses sociales pourrait ne pas être compensée par la hausse des prélèvements obligatoires d'autant plus que le contexte de ralentissement de l'activité risque de peser sur les recettes budgétaires, entraînant ainsi un creusement du déficit. Bien que le pays ait réussi à clore la procédure de déficit excessif en 2019, il a été pointé du doigt lors du précédent semestre européen pour son manque de consolidation budgétaire et pour l'importance de sa dette publique.

Contributions à la croissance annuelle du PIB



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A / ECO

Espagne	2019	2020	2021	2020				2021			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB	1,9	1,6	1,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
Consommation privée	1,2	1,7	1,2	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2	0,3	0,4	0,4
Investissement	2,9	2,7	2,8	0,4	0,5	0,6	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8
Variation des stocks*	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportations nettes*	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taux de chômage	14,1	13,6	13,5	13,6	13,6	13,9	13,4	13,3	13,4	13,9	13,4
Déficit public (% PIB)	-2,2	-1,9	-1,9								

*Contributions à la croissance du PIB

ESPAGNE

SCÉNARIO 2019-2020

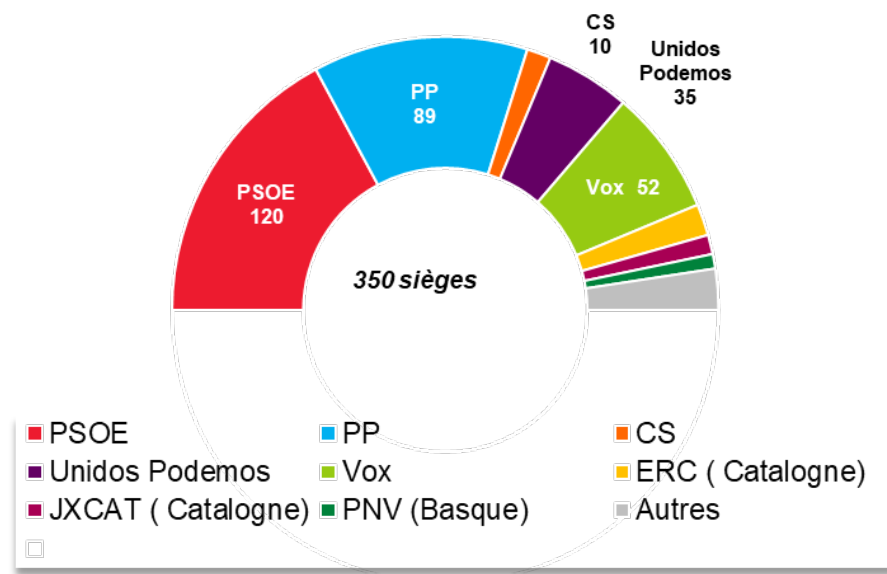
- 1 SYNTHÈSE : RÉSILIENCE ÉCONOMIQUE
OU RENOUVEAU POLITIQUE ?
- 2 | FOCUS : LE DÉFI PROGRESSISTE
- 3 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS
CONJONCTURELLES
- 4 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

L'accord de coalition rendu public le 31 décembre résume dans les grandes lignes le programme du nouveau gouvernement composé de 4 vice-présidents dont trois issus du PSOE et un de Podemos.

Certaines des grandes mesures annoncées devraient figurer au budget 2020 : à titre d'exemple, l'augmentation de l'allocation par enfant à charge pour les familles vulnérables pourrait se transformer à terme en revenu universel. On note également, l'indexation des pensions sur l'inflation (+0,9% en janvier 2020) et la nouvelle hausse du salaire minimum qui atteindra 60% du salaire moyen. Le financement de ces mesures devrait s'accompagner d'une hausse des prélèvements obligatoires dont une augmentation du taux d'IRPP de deux points pour les revenus supérieurs à 130 000 euros et de quatre points pour ceux excédant 300 000 euros. Le gouvernement devrait également modifier l'impôt sur les sociétés pour les grandes entreprises pour s'assurer une imposition minimale de 15%, qui serait étendue à 18% pour les institutions financières et les sociétés d'hydrocarbures. Il envisage également d'adopter une taxe sur les grandes entreprises numériques.

L'accord ne prévoit pas une abrogation de la réforme du travail de 2012 mais entend modifier certains dispositifs en rétablissant notamment le prévaloir des conventions collectives sectorielles sur les conventions d'entreprise, ainsi qu'en modifiant les règles de licenciement pendant les absences des salariés pour cause de maladie. Ces modifications bien qu'elles puissent sembler marginales, pourrait entraîner une rigidification de la législation du travail qui limiterait la flexibilité de l'emploi. Par anticipation, certaines entreprises ont multiplié les procédures de régulation d'emploi (plans de départ volontaire) en fin d'année (54% de plus qu'en 2018 selon les données du ministère du Travail).

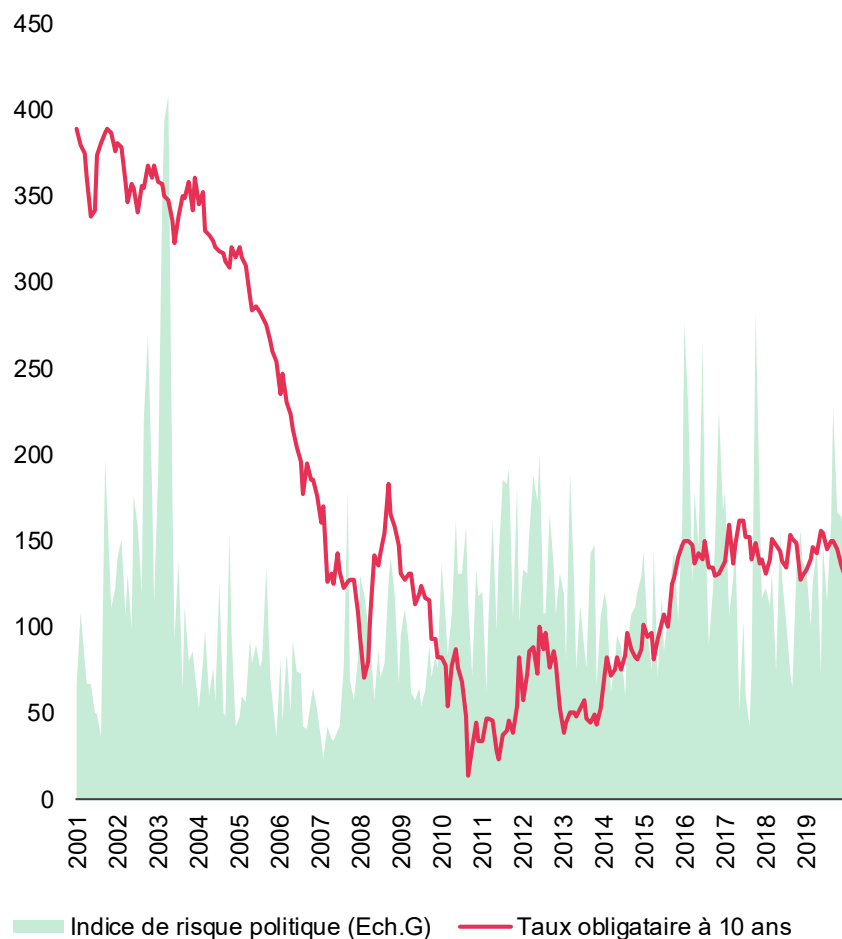
Résultats des élections du 10 novembre 2019



■ Pour ■ Contre ■ Abstention

Source : El pais, Crédit agricole SA

Indice d'incertitudes politiques et taux obligataire à 10 ans



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

Les effets des mesures envisagées par la coalition restent difficiles à évaluer. Comme en 2019, la hausse du SMI et des pensions devrait entraîner une hausse du revenu disponible des ménages mais cette hausse pourrait être limitée par un ralentissement plus marqué du marché de l'emploi, pénalisé par une hausse du coût du travail et une modération de l'activité. En outre, le scénario de 2019 pourrait se répéter avec un effet report de la consommation qui favoriserait l'épargne.

Malgré certains gages donnés par Pedro Sanchez, le programme de la coalition pourrait affecter négativement la confiance des entreprises déjà altérée par le ralentissement manufacturier. En effet, les hausses annoncées de l'impôt sur les sociétés et du coût du travail inhérent à l'augmentation du SMI pourraient avoir un effet délétère sur la compétitivité espagnole et l'investissement.

Enfin, face à l'augmentation des dépenses sociales, on peut s'interroger sur une possible dégradation des finances publiques qui risquerait d'entraîner une hausse du déficit public aujourd'hui égal à 2%. L'Espagne reste tenue par ces obligations européennes en termes d'équilibre budgétaire mais après cinq années de croissance consécutives, la consolidation des finances publiques est restée limitée et le déficit structurel continue de se situer autour de 3%.

Avec cette investiture, le pays semble être sorti de l'instabilité politique. La polarisation de l'Assemblée garanti à Pedro Sanchez de terminer son mandat puisqu'une nouvelle motion de censure portée par la droite nécessiterait une majorité absolue. Cependant, ne reposant pas sur une majorité absolue, la capacité d'action du futur gouvernement devrait être limitée. Le prochain vote décisif devrait être celui du budget 2020 qui nécessitera pour être validé l'appui des députés indépendantistes. Or, l'accord conclu entre le PSOE et l'ERC n'inclut pas le soutien de la gauche républicaine au budget. Si, ce dernier n'est pas voté, le budget de 2018 devrait être reconduit.

ESPAGNE

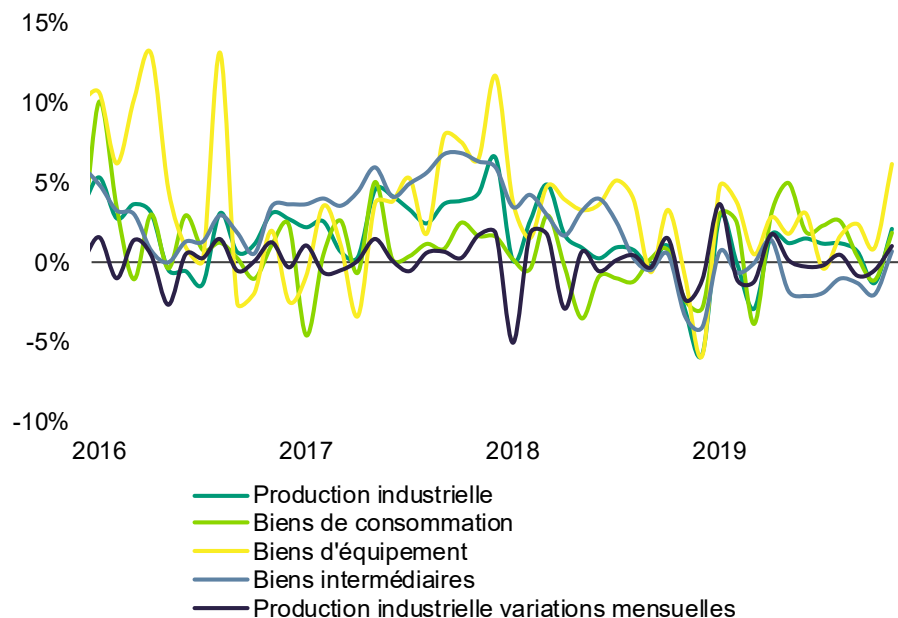
SCÉNARIO 2019-2020

- 1 SYNTHÈSE : RÉSILIENCE ÉCONOMIQUE
OU RENOUVEAU POLITIQUE ?
- 2 FOCUS : LE DÉFI PROGRESSISTE
- 3 | DERNIÈRES ÉVOLUTIONS
CONJONCTURELLES
- 4 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

PRODUCTION INDUSTRIELLE ET PMI

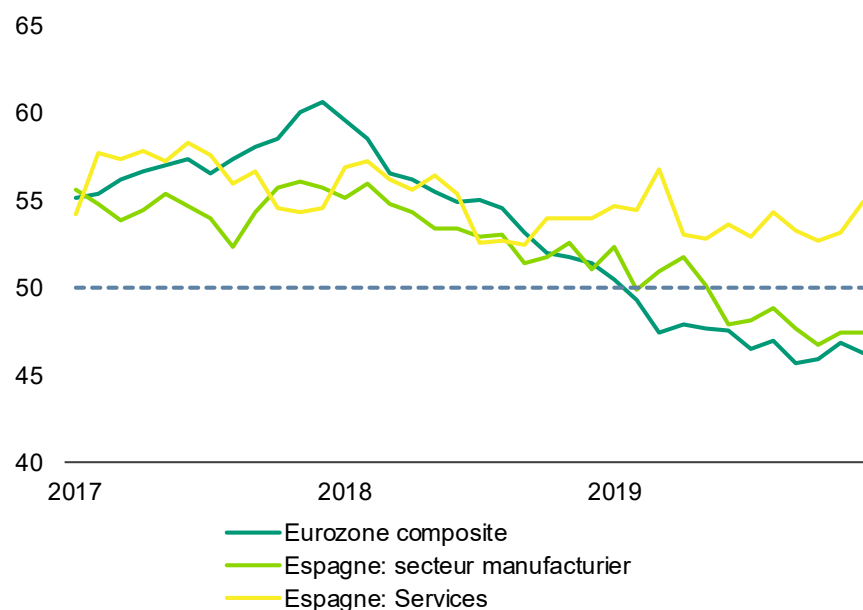
Production industrielle



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

Les tendances observées depuis le début d'année se confirment en cette fin 2019. Les performances du secteur manufacturier restent dans le rouge. En dépit d'une légère amélioration en décembre, la confiance des entreprises du secteur se dégrade (-5,1). Sous le seuil des 50, l'indice des directeurs d'achat pour décembre continue d'indiquer une contraction de l'activité manufacturière qui se traduit par une baisse de la production et une réduction des carnets de commandes dans un contexte d'excès de capacités. L'emploi dans le secteur est également impacté depuis le mois de mai : on dénombre à la fois une baisse de la demande en travail et une réduction des effectifs. La modération des demandes domestique et extérieure reste le principal facteur expliquant les difficultés du secteur. L'enquête des PMI signale cependant une légère amélioration des perspectives du secteur en 2020.

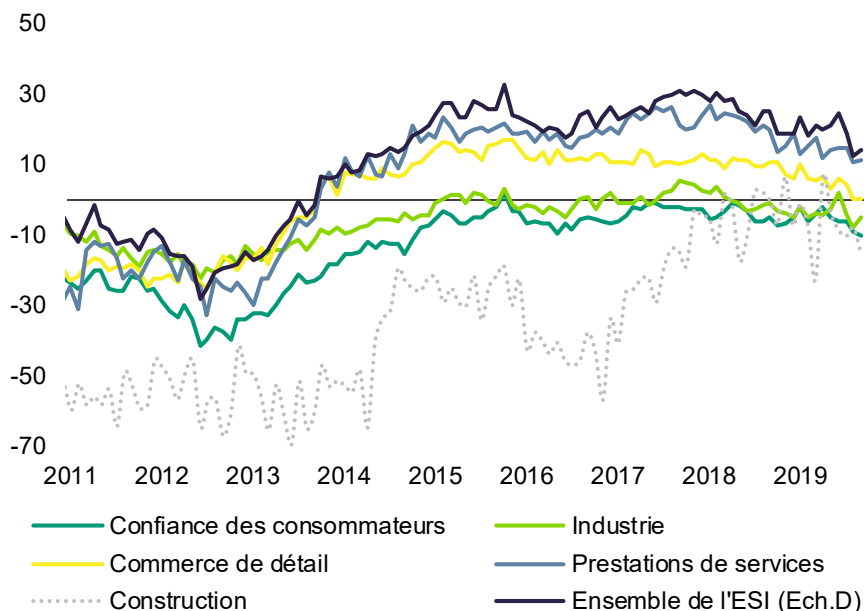
Indice des directeurs d'achats



Sources : Markit Crédit Agricole SA / ECO

Les dernières données de production industrielle confirment les résultats de l'enquête PMI. La production industrielle s'est certes redressée en novembre après deux mois de baisse en variation mensuelle, tirée par la hausse des biens d'équipement et des biens de consommation mais le secteur des biens intermédiaires reste encore en souffrance et les carnets de commandes indiquent une poursuite de cette tendance. En effet, dans le sillage du ralentissement de l'industrie automobile et de la modération de la construction de logement, la métallurgie et la production de produits métalliques qui représentent toutes deux 12% du secteur industriel poursuivent leur lente décrue. Bien que cet optimisme ne se traduise pas encore en nouvelles commandes.

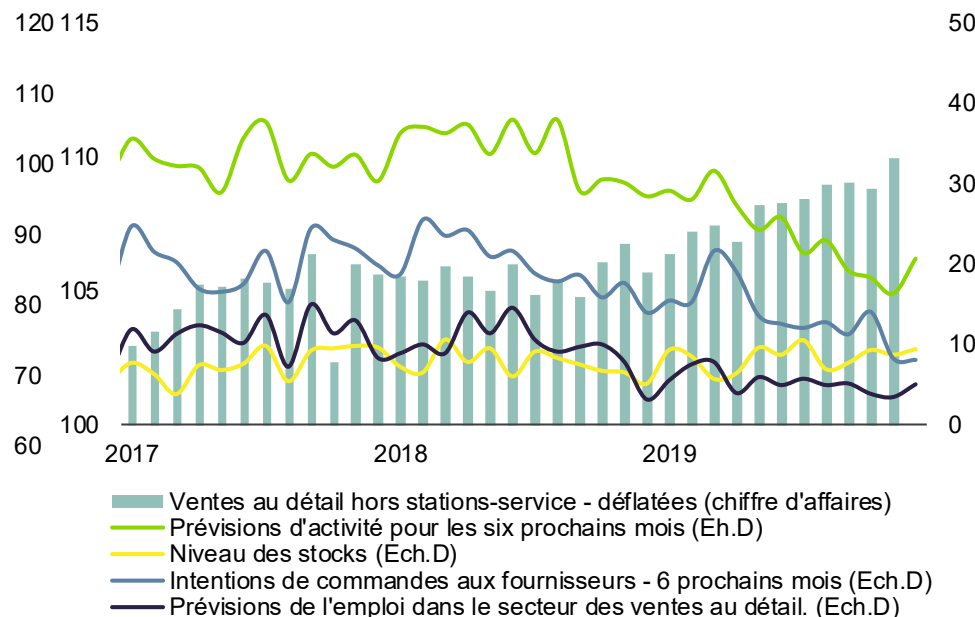
ESI et ses composants



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

Pour le moment, le secteur des services reste immune face à la détérioration du manufacturier. La crainte d'une contagion du ralentissement industriel à d'autres pans de l'activité est écarté au regard des bons chiffres affichés par le secteur. L'indice des directeurs d'achat pour les services se maintient au-dessus du seuil de 50 et semble amorcer une nouvelle dynamique en décembre (54,9 contre 53,2 en novembre). La confiance dans les services a certes baissé par rapport au pic enregistré en 2017 mais elle reste nettement supérieure à celle des autres secteurs portée notamment par la vitalité du marché secondaire de l'automobile et des services de transport. Ces évolutions masquent cependant un ralentissement

Ventes au détail



Sources : ICI, Crédit Agricole SA / ECO

dans les activités touristiques qui clôt une saison estivale en demi-teinte pénalisée par la baisse du nombre de touristes en provenance du Royaume-Uni et de l'Allemagne. Après une baisse de 2% en glissement annuel en octobre, le nombre de nuitées n'a augmenté que de 0,5% en novembre.

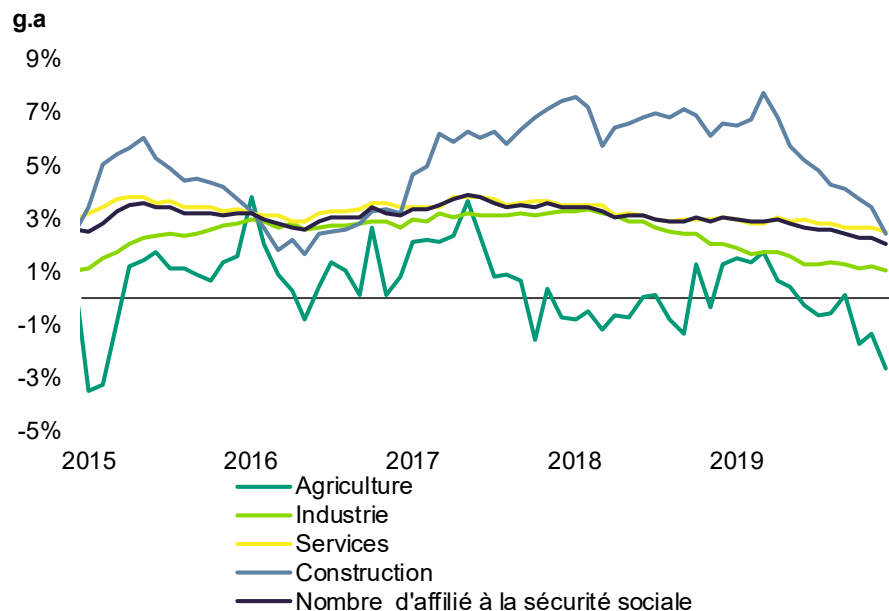
Les ventes au détail continuent de croître faisant écho à l'amélioration du pouvoir d'achat constaté depuis le début d'année. Paradoxalement, les anticipations du secteur continuent de se détériorer, tout comme la confiance des ménages qui a atteint un point bas en novembre, retrouvant ainsi le niveau de 2014.

ESPAGNE

SCÉNARIO 2019-2020

- 1 SYNTHÈSE : RÉSILIENCE ÉCONOMIQUE
OU RENOUVEAU POLITIQUE ?
- 2 FOCUS : LE DÉFI PROGRESSISTE
- 3 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS
CONJONCTURELLES
- 4 | LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

Emploi : affiliations à la Sécurité sociale

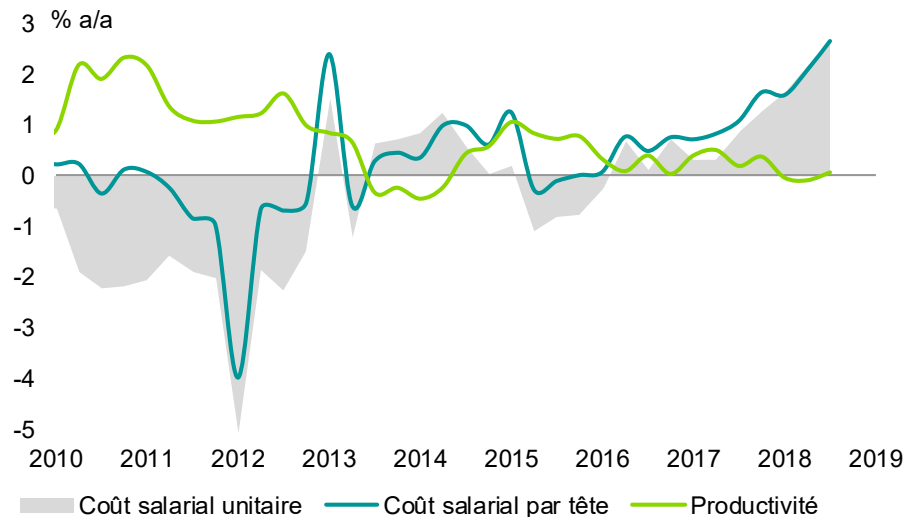


Sources : Ministère du Travail, Crédit Agricole SA / ECO

Le ralentissement du marché du travail se confirme. Les dernières données du mois de décembre montrent un net ralentissement des affiliations à la Sécurité sociale qui sont passées d'une moyenne mensuelle de 2,4% au T3 à 2% en décembre, soit la plus faible hausse enregistrée depuis octobre 2014. Tous les secteurs d'activité sont touchés, mais la modération des créations d'emploi est sans surprise plus marquée dans ceux qui montrent des signes d'essoufflement tels que la construction (2,4% en décembre 2019 contre 6,5% en décembre 2018) et l'industrie (1,1% en décembre contre 2% en décembre 2018). La lente résorption des déséquilibres sur le marché du travail devrait néanmoins se poursuivre. Le nombre de chômeurs a ainsi baissé de 1,2% par rapport à

Coûts salariaux unitaires

(secteur marchand)



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

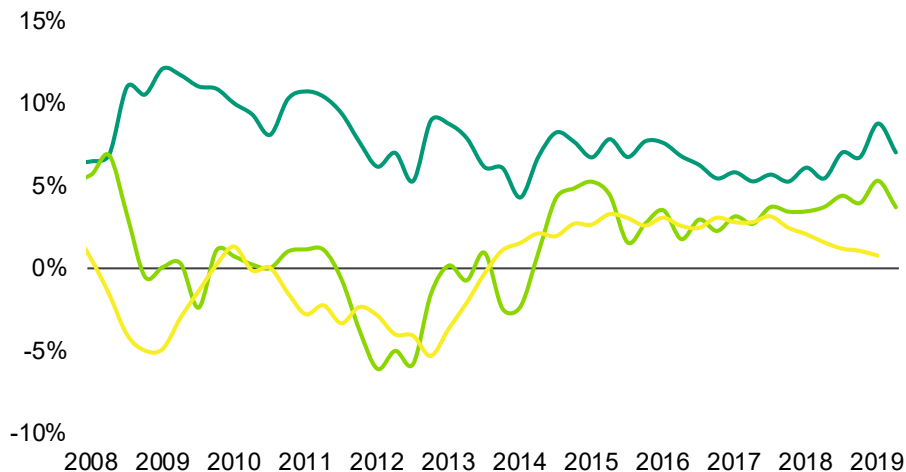
la même période de l'année passée, ramenant le taux de chômage à 14,1% au troisième trimestre, soit son plus bas niveau depuis 2013. Il devrait baisser davantage en 2020.

En dépit de la détente observée sur le marché du travail, les salaires devraient continuer d'augmenter mais à un rythme plus lent qu'au premier semestre où ils avaient bénéficié de la hausse du SMI en janvier. Cette mesure devrait être reconduite par le gouvernement de coalition courant 2020 mais elle devrait être de moindre ampleur que celle de l'année passée. Le gouvernement envisage d'augmenter graduellement le SMI pour qu'il atteigne 60% du salaire moyen d'ici la fin de la législature.

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

CONSOMMATION DES MÉNAGES ET SALAIRES

Evolution du revenu disponible brut et ses composants



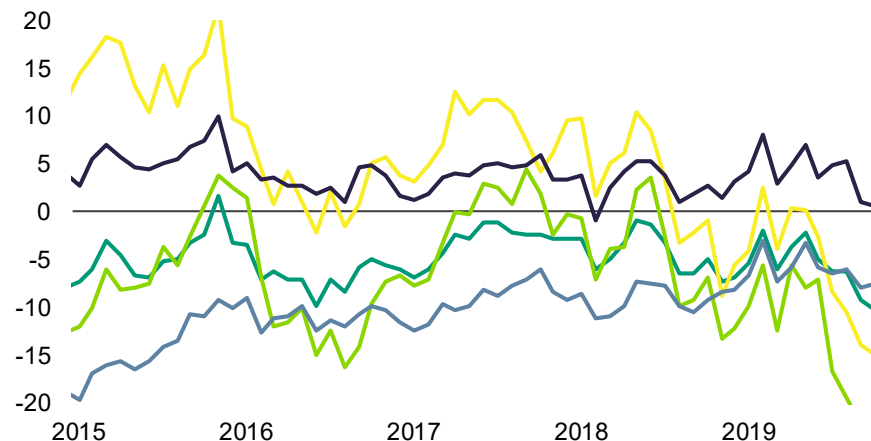
- Taux d'épargne brut des ménages en % du RDB
- Revenu disponible brut des ménages (g.a)
- Consommation finale des ménages (g.a)

Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

La révision des comptes nationaux a confirmé le net rebond de la consommation des ménages au T3 après un semestre de croissance atone. Elle s'est établie à +0,8% (contre +1,1% lors de la première estimation) et tout indique qu'elle devrait augmenter durant les deux trimestres suivants portée par la hausse des dépenses sociales.

Les achats de biens durables se maintiennent, notamment les ventes de voitures qui ont crû de 5% en moyenne au cours du quatrième trimestre. Les ventes au détail augmentent également en novembre. Ces évolutions tranchent avec une perception toujours dégradée des ménages et du secteur de la distribution qui semblent décorréliées des comportements de consommation. L'indice de confiance des consommateurs en diminution

Enquête auprès des ménages



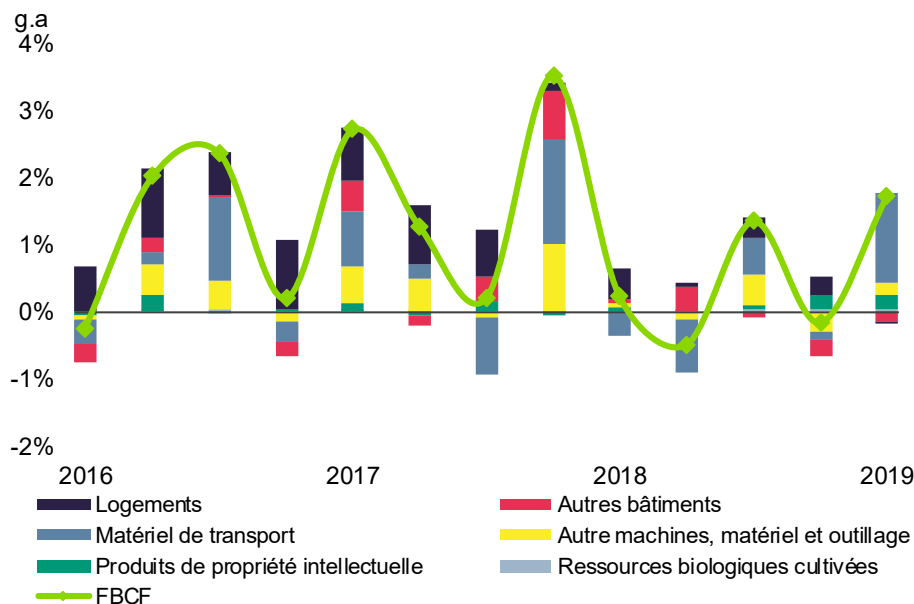
- Indice de confiance des consommateurs
- Situation économique générale au cours des 12 derniers mois
- Situation économique générale au cours des 12 prochains mois
- Situation financière des ménages au cours des 12 derniers mois
- Situation financière des ménages au cours des 12 prochains mois

Sources : Commission européenne, Crédit Agricole SA / ECO

depuis avril 2019 a atteint un point bas en novembre. Les enquêtes sur la situation des ménages ne sont pas plus optimistes. Ces derniers voient leur situation financière se détériorer depuis juillet et leurs perspectives pour les 12 prochains mois ne sont guère plus favorables.

Après les importantes hausses du premier semestre, le revenu disponible a certes décéléré au cours du troisième trimestre, mais il continue d'augmenter plus vite qu'en phase de récupération. D'autant que les mesures qui pourraient être votées par le nouveau gouvernement devraient favoriser le pouvoir d'achat des ménages dans un contexte de faible inflation. En effet, outre la hausse du SMI, le gouvernement devrait augmenter les pensions de 0,9% en janvier 2020.

Contributions à l'investissement

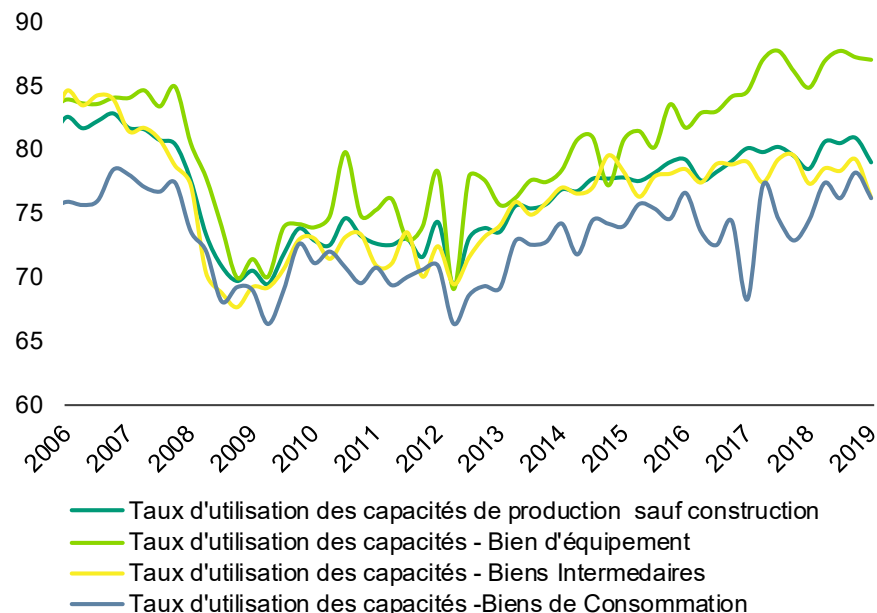


Sources : Eurostat , Crédit Agricole SA / ECO

Avec une hausse de 1,7%, l'investissement a largement contribué à la croissance du troisième trimestre. L'achat de matériels de transport a amplement compensé la morosité des autres segments de la FBCF. Les achats de biens d'équipement se sont également redressés au T3.

Les données disponibles au quatrième trimestre font état d'une dynamique positive de l'investissement productif. La production industrielle et les commandes de biens d'équipements sont positives. Ce dynamisme retrouvé

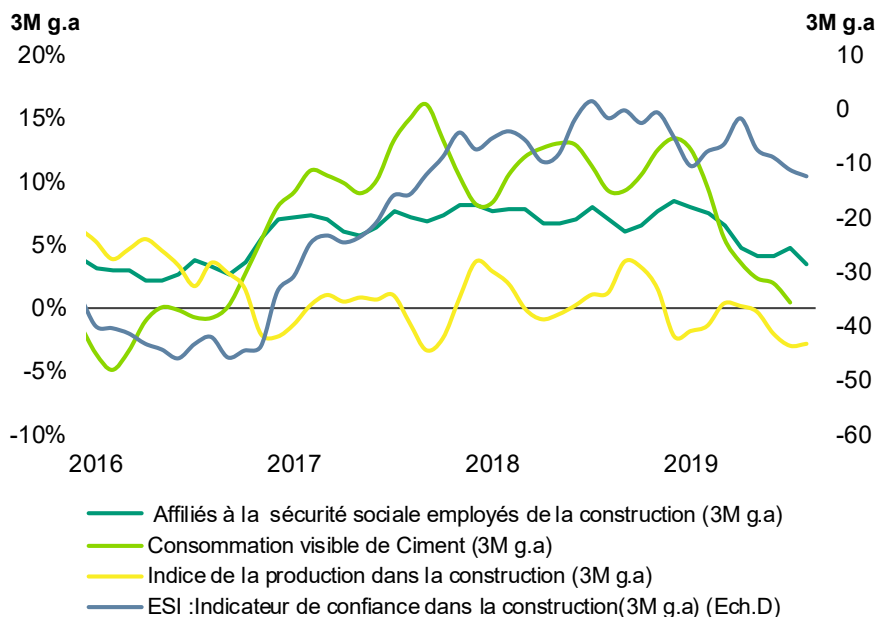
Taux d'utilisation des capacités de production



Sources : Ministère de l'Industrie et du Commerce, Crédit Agricole SA / ECO

pourrait cependant faiblir au cours du premier trimestre 2020 en dépit d'un environnement international plus favorable. Comparativement à 2018, la modération de la demande a limité les contraintes sur les capacités de production. Le taux d'utilisation des capacités de production qui avait atteint un point haut au cours du premier semestre 2019 a diminué au T4 pour atteindre 79%. Les marges des entreprises se sont érodées en partie à cause de la hausse du coût du travail. Face à des annonces de hausse d'impôts et de nouvelles hausses salariales, les entreprises pourraient reporter leur décision d'investir malgré des conditions financières toujours accommodantes.

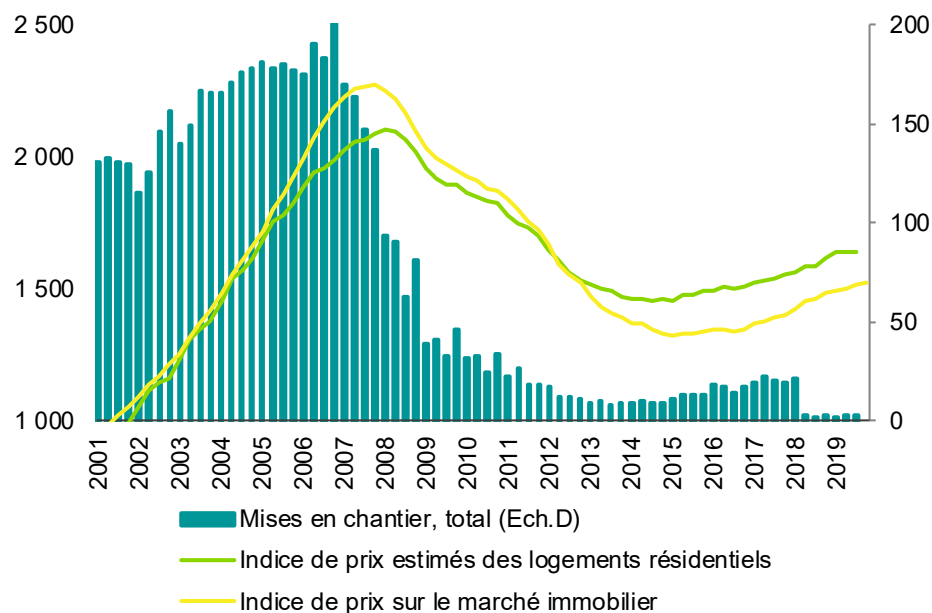
Indicateurs avancés de la production dans le secteur de la construction



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

Tout comme au troisième trimestre, le secteur de la construction devrait continuer de pénaliser la contribution de la FBCF à l'activité. Après plusieurs années de récupération, les indicateurs du secteur sont dans le rouge. Alors même que les coûts de production ont significativement augmenté depuis janvier 2019 (+2,5% en moyenne de janvier à octobre), la construction fait face à une baisse de la demande liée à un fléchissement des ventes de logements neufs. L'indice de volume de production s'est contracté depuis le mois de septembre, pénalisé par la baisse de la construction résidentielle. Les indicateurs avancés n'indiquent pas d'amélioration à court terme. Les ventes de ciment ont baissé en novembre et l'emploi dans le secteur se dégrade. Cette correction en partie due à l'entrée en vigueur d'une nouvelle législation sur les prêts hypothécaires semble s'inscrire dans la durée. Le ralentissement du

Secteur de la construction

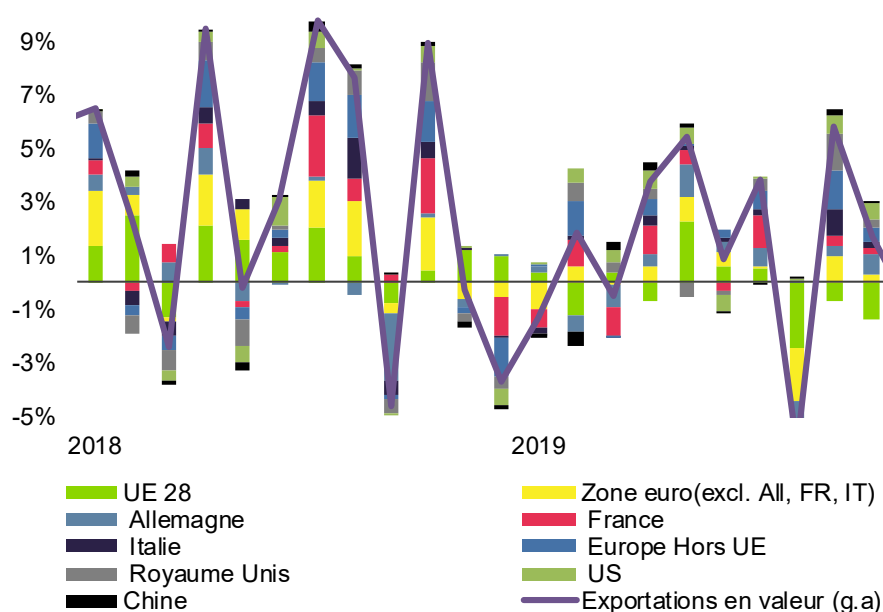


Sources : Ministère du logement, Crédit Agricole SA / ECO.

secteur s'explique également par la baisse de la demande en logements des non-résidents et par un affaiblissement de la demande en investissement locatif qui souffre d'une baisse des rendements du fait de la hausse des prix de l'immobilier (de 4% en 2018 à 3,9% au T3 2019). Les mesures d'encadrement des loyers dans les grandes villes annoncées par le gouvernement devraient limiter davantage la croissance dans ce segment.

Les ventes de logements neufs n'ont pas été les seules à être pénalisées par l'entrée en vigueur de la nouvelle loi hypothécaire. Les ventes dans l'ancien se sont également contractées en septembre et octobre. Ce fléchissement se reflète sur les prix immobiliers qui ont décéléré au troisième trimestre 2019 (4,7% au troisième trimestre contre respectivement 6,8% et 5,3% au T1 et T2).

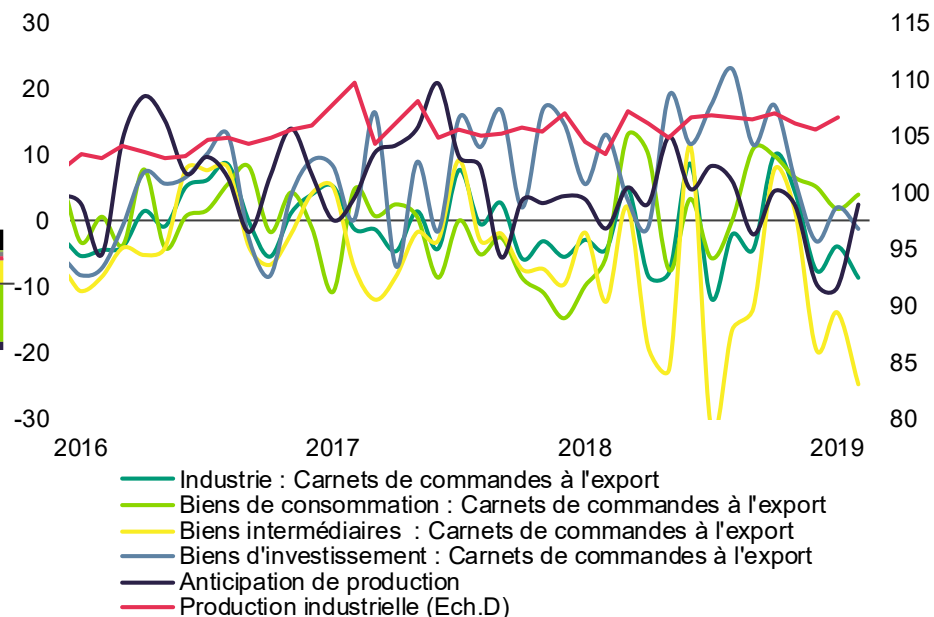
Exportations par destinataires



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

Les exportateurs espagnols semblent avoir été rattrapés par les risques qui pèsent sur le commerce mondial. La contribution du secteur extérieur a été négative au troisième trimestre. Malgré la reprise des exportations de services, la croissance des exportations a été nulle au T3 pénalisée par une contraction de 1% des exportations de biens. Grâce à l'augmentation de la FBCF, les importations de biens dont la hausse est restée modérée au cours du premier semestre se sont redressées. Cette tendance devrait globalement se poursuivre au quatrième trimestre.

Carnets de commandes à l'exportation



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

Bien qu'une légère amélioration des exportations de biens puisse être observée, la contribution du secteur extérieur devrait rester limitée. Une stabilisation du secteur manufacturier et une légère reprise des ventes automobiles devrait atténuer l'érosion des exportations au premier semestre 2020. Les anticipations de production de décembre indiquent, en effet, une légère amélioration des perspectives du secteur par rapport au trimestre précédent. La modération de la demande domestique devrait également permettre de limiter la contribution négative du secteur à l'activité.

Matrice des risques associés à notre scénario

		Probabilité	Impact
↓	Gouvernement sans majorité avec peu de marges manœuvres	Elevé	Elevé
	Ralentissement plus marqué du cycle industriel et fléchissement de la production dans le secteur automobile	Moyenne	Elevé
	Ralentissement du commerce mondial	Moyenne	Elevé
↑	Amélioration des perspectives de croissance de la Zone Euro	Moyenne	Elevé
	Baisse des coûts de financement public	Elevée	Bas

Source : Crédit Agricole SA / ECO



Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet

Date	Titre	Thème
20/01/2020	<u>France – Travail temporaire : tendances à mi-janvier 2020</u>	France, sectoriel
17/01/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
15/01/2020	<u>Conflit Iran/Etats-Unis et prix du pétrole : jeu de dupes ?</u>	Monde
14/01/2020	<u>France – Scénario 2020-2021 : en 2020, la croissance continuera de reposer sur la demande intérieure</u>	France
14/01/2020	<u>Allemagne – Scénario 2020-2021 : une lente sortie de récession du secteur industriel</u>	Allemagne
10/01/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
06/01/2020	<u>PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole</u>	Agri-Agro
20/12/2019	<u>Monde – Scénario macro-économique 2020-2021 : un équilibre délicat</u>	Monde
18/12/2019	<u>Russie : « les robinets sont ouverts »</u>	Russie, énergie
13/12/2019	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
04/12/2019	<u>Taux bas : appréhender l'incompréhensible, admettre l'impuissance</u>	Europe
02/12/2019	<u>France – L'horizon s'éclaircit pour l'industrie manufacturière</u>	France
27/11/2019	<u>Guerre commerciale : quelle méthode d'analyse utiliser pour ne pas avoir le tournis ?</u>	Monde

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.