

Perspectives

N°20/178 – 10 juillet 2020

FRANCE – Impact Covid-19

Quelles perspectives de reprise pour l'économie française ?

- Compte tenu du coût économique estimé du confinement et des informations encore parcellaires sur la reprise d'activité une fois les restrictions levées, nous tablons sur une croissance du PIB français de -10,2% en 2020. Cette contraction record serait suivie d'un net rebond en 2021 (+7,5%).
- Après s'être contracté de 5,3% au premier trimestre, le PIB reculerait d'environ 17% au deuxième trimestre ; un trimestre marqué par six semaines de confinement contre deux seulement pour le trimestre précédent.
- Le redémarrage de l'activité est jusqu'à présent plus rapide qu'initialement anticipé. La consommation, inférieure de 35% à la normale en période de confinement, a pu reprendre dès le mois de mai avec la réouverture des commerces. La reprise des chantiers, interrompus en mars, a également permis le redémarrage de l'investissement.
- Les mesures de soutien de l'État doivent permettre de préserver le plus possible les capacités productives et de protéger l'emploi et les revenus, afin que l'activité économique puisse redémarrer rapidement. Le recours massif au dispositif de chômage partiel et les mesures destinées à soutenir la trésorerie des entreprises devraient limiter à la fois la hausse du chômage et des défaillances, mais n'empêcheront pas leur progression. Enfin, des plans de soutien sur le long terme ont été mis en place pour aider dans la durée les secteurs les plus touchés et l'Europe négocie en ce moment un plan de relance afin de soutenir la reprise.
- L'ampleur et la vitesse de réinjection dans le circuit économique du surplus d'épargne forcée accumulé pendant le confinement vont déterminer la trajectoire de la consommation et donc le profil de la reprise, avec un potentiel de rattrapage partiel de la consommation de certains produits. Une des clés est le retour de la confiance. Or, en l'absence de visibilité, notamment sur le plan sanitaire, les ménages pourraient maintenir des comportements de précaution. C'est le principal risque qui pèse sur le scénario de reprise au second semestre et au-delà.

Les principaux chiffres de notre scénario

France	Moyenne annuelle (a/a, %)				Variation trimestrielle (t/t, %)							
	2018	2019	2020	2021	2019				2020			
					T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB	1,8	1,5	-10,2	7,5	0,5	0,3	0,2	-0,1	-5,3	-17,1	16,8	2,5
Consommation des ménages	0,8	1,5	-9,3	8,6	0,6	0,3	0,5	0,3	-5,6	-18,0	20,2	3,0
Investissement	3,2	4,3	-20,6	10,9	1,1	1,4	1,2	0,1	-10,5	-29,4	24,9	4,8
Investissement des entreprises	3,9	4,5	-19,5	12,2	1,1	1,3	1,3	0,1	-9,4	-29,8	26,0	5,0
Variation des stocks*	0,0	-0,4	0,1	0,0	0,2	-0,2	-0,1	-0,5	0,7	0,1	-0,3	0,0
Exportations nettes*	0,4	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3	-0,2	-0,4	0,1	0,0	0,0	-0,4	-0,3
Taux de chômage (Insee)	8,7	8,2	9,6	10,6	8,4	8,2	8,2	7,8	7,6	10,1	10,3	10,5
Inflation (a/a) Insee	1,9	1,1	0,4	0,4								
Solde public (% PIB)	-2,5	-3,1	-11	-6,8								

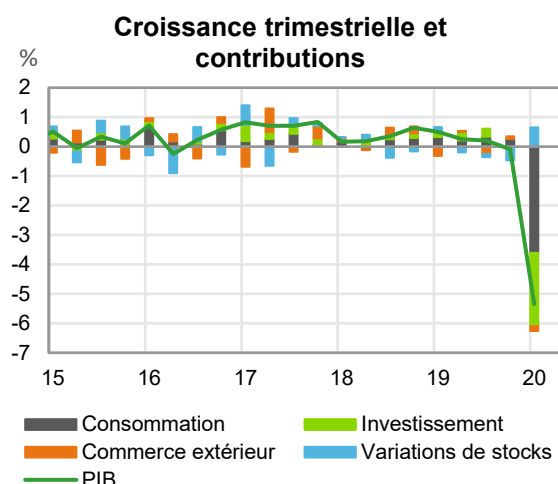
* Contributions à la croissance du PIB

Source : Crédit Agricole SA/ECO, prévisions

L'activité devrait atteindre un point bas au deuxième trimestre

Baisse du PIB marquée au premier trimestre

Après un léger recul du PIB sur le quatrième trimestre 2019, la France est techniquement entrée en récession (deux trimestres consécutifs de baisse du PIB) avec un recul de 5,3% du PIB au premier trimestre par rapport au T4 2019.



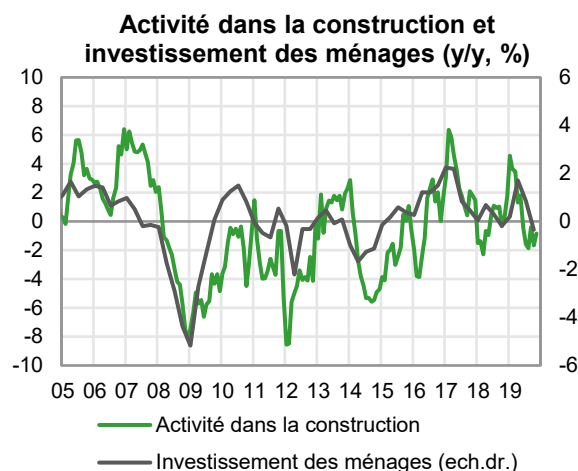
Sources : Insee, Crédit Agricole S.A.

La baisse est notamment due au net repli de la consommation, suite aux mesures de confinement entraînant la fermeture de nombreux commerces, des cafés et restaurants et de nombreux services. Les données des ventes au détail indiquent également que les ménages ont commencé à adopter des comportements de précaution et à réduire leurs achats de biens fabriqués dès le mois de février. Pendant le confinement, l'Insee estime que la consommation des ménages était inférieure de 30 à 35% à la normale. Suite aux deux semaines de confinement du mois de mars, la consommation des ménages recule ainsi de 5,6% au premier trimestre.

L'arrêt soudain des chantiers de construction contribue également au recul de la demande et à la baisse de l'investissement au premier trimestre. La construction représente en effet 55% de l'investissement des entreprises en France et environ 80% de l'investissement des ménages. L'investissement des ménages se contracte ainsi de 13,6% au premier trimestre et celui des sociétés de 9,4%.

Avec une baisse trimestrielle de 13,6% de l'investissement dans la construction liée aux deux semaines de confinement soit 1/6^e du trimestre et en prenant pour hypothèse que l'investissement dans le secteur était à un niveau normal jusqu'aux deux dernières semaines de mars, nous arrivons à une baisse de 81,6% de la construction sur les premières semaines de confinement, un calcul en

ligne avec les estimations de l'Insee qui font état d'une interruption de 80 à 90% des chantiers sur les dernières semaines de mars et les premières semaines d'avril.



Sources : Insee, Crédit Agricole S.A.

Le commerce extérieur est également affecté. Les importations reculent de 5,7% en lien avec la baisse de la demande domestique, tandis que les exportations baissent de 6,1% au premier trimestre pénalisées par la chute de la demande adressée à la France.

Les variations de stocks contribuent quant à elles positivement à hauteur de 0,7 point de PIB à la croissance au premier trimestre. La production industrielle, qui avait connu un important recul au mois de décembre, était en effet repartie sur les deux premiers mois de l'année. L'arrêt soudain de la demande (domestique comme internationale) a entraîné un stockage important de la production encore non écoulee.

Repli record et point bas au deuxième trimestre

Commençons par un rapide calcul. Deux semaines de confinement ont entraîné un recul de 5,3% du PIB trimestriel par rapport à un trimestre d'activité relativement normale au quatrième trimestre 2019. En prenant en compte six semaines de confinement au deuxième trimestre, l'activité devrait ainsi être inférieure de 15,9% par rapport à un trimestre normal (en prenant pour hypothèses que l'arrêt de l'activité reste le même que sur les deux premières semaines de confinement, une hypothèse raisonnable selon les points de conjoncture de l'Insee). Le PIB au deuxième trimestre reculerait ainsi de 11,2% en variation trimestrielle. Toutefois, s'il donne un ordre de grandeur concernant l'ampleur de la contraction à venir, ce calcul reste approximatif et ne suffit pas à estimer le recul du PIB au deuxième trimestre. En effet, le retour à la normale en sortie de confinement s'annonce progressif. Les commerces ont rouvert (sauf pour les grands centres commerciaux), mais les consignes sanitaires et les

comportements de précaution ne permettent pas une reprise immédiate des comportements de consommation d'avant la crise. En outre, les bars et restaurants sont restés fermés jusqu'à la fin du mois de mai et n'ont été que partiellement ouverts dans un premier temps en Ile-de-France. La consommation de certains services, tels que les services de transport, l'hôtellerie, le tourisme, la culture, reste également bien inférieure à la normale.

Selon nos estimations, en tenant compte d'une reprise progressive de l'activité économique sur la seconde moitié du trimestre, le PIB devrait reculer d'environ 17% au deuxième trimestre. Un rebond mécanique marqué suivrait ensuite au troisième trimestre, +16,8%. La consommation devrait reprendre à la faveur de la réouverture des commerces, tandis que la reprise des chantiers permettra un regain de dynamisme de l'investissement. Malgré ce rebond, le retour à des niveaux de PIB d'avant crise n'interviendra pas dès le troisième trimestre mais sera étalé sur une période plus longue et dépendra de plusieurs facteurs.

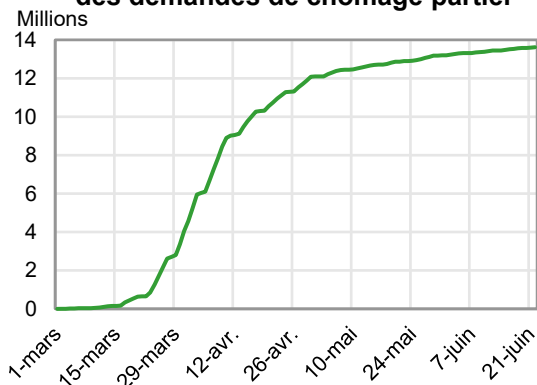
À l'aube du déconfinement, quel potentiel de reprise ?

Préserver les fondations de notre économie

L'impact de la crise sur l'économie devrait être en grande partie atténué par les mesures de soutien mises en place depuis la mi-mars.

Le recours au chômage partiel est massif et devrait limiter la hausse du taux de chômage. Les demandes de chômage partiel comptabilisées par la DARES concernent plus de 13,5 millions de salariés, soit environ 70% des salariés du privé. Les demandes sont faites pour 420 heures par salarié en moyenne, soit 12 semaines de travail à 35 heures.

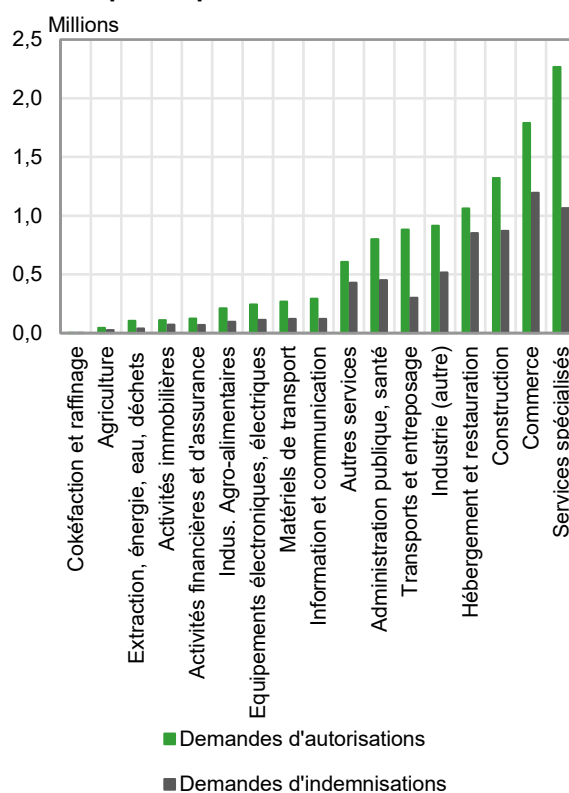
Nombre de salariés couverts par des demandes de chômage partiel



Sources : DARES, Crédit Agricole S.A.

Ces demandes représentent le maximum d'heures potentiellement effectuées en chômage partiel, le recours effectif est ainsi plus faible. En effet, pour le mois de mars, les demandes d'indemnisation (remboursement du chômage partiel par l'État et l'Unedic) ne concernent que 60% des salariés couverts par une autorisation de chômage partiel soit 6,3 millions de salariés. Il semble que de nombreuses entreprises aient effectué les demandes d'autorisation de chômage partiel pour pouvoir réagir rapidement et adapter leurs effectifs en cas de baisse soudaine de leur activité.

Salariés couverts par une autorisation de chômage partiel et effectivement placés au chômage partiel par secteur en mars 2020



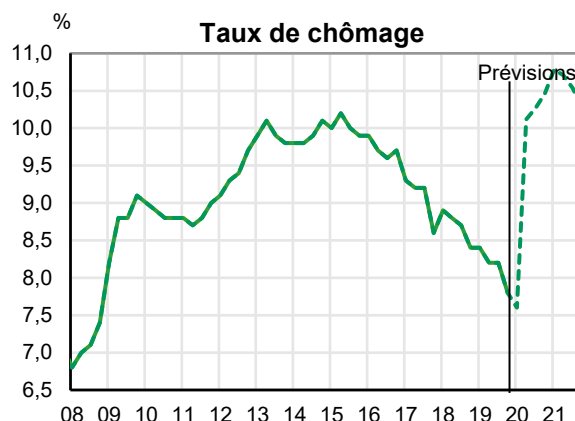
Sources : DARES, Crédit Agricole S.A./ECO

Pour rappel, ce dispositif, financé intégralement par l'État, permet aux salariés de conserver 70% de leur salaire brut, soit 84% de leur salaire net jusqu'à 4,5 Smic et même 100% pour les salariés au Smic. Le chômage partiel a été maintenu en sortie de confinement pour les secteurs les plus touchés par la crise dans des conditions aussi avantageuses. Pour les autres secteurs, le dispositif a été réduit, l'État ne prend désormais que 85% du chômage partiel en charge, afin d'inciter les entreprises à reprendre l'activité le plus rapidement possible (les 15% restant seront désormais à la charge des entreprises).

Ainsi, le chômage partiel permet aux entreprises de conserver leur main-d'œuvre, afin de redémarrer au plus vite leur activité à la fin de la période de confinement. Il permet également aux travailleurs de conserver une part importante de leur revenu, ce qui est de bon augure pour la dynamique de consommation en sortie de confinement. En outre, il réduit l'incertitude des ménages concernant leur situation financière future et devrait ainsi limiter les comportements de précaution.

Le dispositif de chômage partiel ne devrait cependant pas permettre d'éviter totalement une hausse du chômage. En particulier, la plupart des contrats courts n'ont pas été renouvelés pendant le confinement. En France, les CDD représentent 12% de l'emploi salarié et durent en moyenne 46 jours. En particulier, en 2017, 83% des CDD duraient moins d'un mois (ce qui ne veut pas dire que 83% des travailleurs en CDD avaient des contrats de moins d'un mois, un travailleur pouvant avoir successivement plusieurs contrats de courte durée). Les salariés en contrat court et en intérim sont ainsi très susceptibles de se retrouver au chômage.

Une première estimation, encore fragile, nous donne près de 700 000 demandeurs d'emploi supplémentaires sur le premier semestre 2020, soit une hausse soudaine de 2,3 points du taux de chômage à 10,1% au deuxième trimestre en France métropolitaine, contre 7,8% au quatrième trimestre 2019. Paradoxalement, le taux de chômage a enregistré une baisse au premier trimestre 2020 essentiellement en raison d'effets techniques. Les demandeurs d'emplois ne peuvent, en effet, être considérés comme au chômage seulement s'ils sont en recherche active d'emploi. Or, les recherches ont été interrompues dans de nombreux secteurs compte tenu du confinement. Cette prévision est bien entendu fragile, mais prend notamment en compte la hausse des inscriptions à Pôle emploi au cours du mois de mars, tandis que les offres d'emploi ont été en nette baisse pendant le confinement par rapport aux niveaux d'avant crise, selon les données hebdomadaires de la DARES. En sortie de confinement, les embauches en contrat court devraient cependant repartir comme le montrent les données du mois de mai (+75,9% par rapport au mois d'avril et même +92% pour les CDD), sans pour autant retrouver leurs niveaux d'avant crise. Dans un second temps, les difficultés rencontrées par certaines entreprises pour reprendre l'activité pourraient mener à une faible utilisation des capacités de production et à une hausse des défaillances, détruisant ainsi des emplois en CDI en fin d'année. Le taux de chômage pourrait ainsi atteindre un pic en début d'année prochaine, et diminuerait de façon plus graduelle à partir du second semestre 2021.

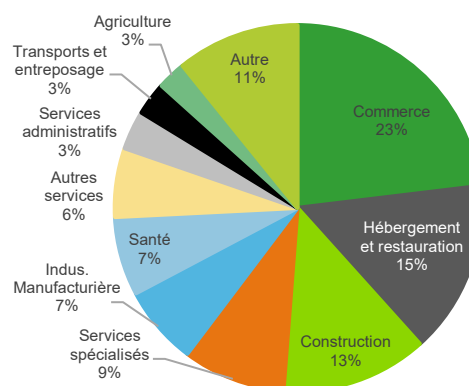


Sources : Insee, Crédit Agricole S.A.

Les mesures de soutien visent aussi à limiter les faillites en réduisant les besoins de trésorerie des sociétés pendant la durée du confinement (via les reports de cotisations sociales, d'impôts, de paiement des loyers et factures) et en garantissant la fluidité de l'octroi de crédit par les banques grâce à l'enveloppe de 300 milliards d'euros de garanties bancaires (PGE), compensant ainsi les pertes de chiffre d'affaires avec des remboursements lissés dans la durée. Au 26 juin, 100 milliards d'euros de prêts garantis par l'État ont été octroyés par les banques, soit un tiers du dispositif. Ces prêts ont été très majoritairement orientés en faveur des petites entreprises, puisque les TPE bénéficient de 50% des PGE accordés et les PME de 36%. Les entreprises bénéficient également de pauses dans leurs remboursements de crédits.

Par secteur, les principaux bénéficiaires des PGE ont été le commerce (23% des bénéficiaires), l'hébergement/restauration (15%) et la construction (13%), soit les secteurs les plus touchés par la crise.

Répartition des PGE (nombre de PGE accordés par secteur)



Sources : Ministère de l'Économie, Crédit Agricole S.A.

Au total, le coût des mesures a été révisé à la hausse au mois d'avril. Hors enveloppe de garanties bancaires, le coût des mesures de soutien s'élève à 134 milliards d'euros, dont 57 ayant un impact budgétaire selon la troisième révision du projet de loi de finances. En ne tenant pas compte du report des cotisations sociales et impôts qui ne sont que des avances de trésorerie, le déficit public atteindrait environ 11% du PIB en 2020 et le ratio de dette publique rapportée au PIB pourrait dépasser 120% contre 98% en 2019.

Le déconfinement rime avec un rebond mécanique de la demande

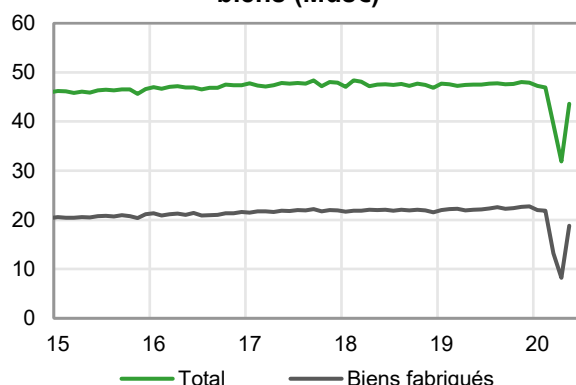
La réouverture des commerces devrait permettre un rebond mécanique de la consommation des ménages. Pendant le confinement, la consommation des ménages était inférieure d'environ 35% à la normale. La consommation quasi nulle de biens d'équipement et d'une large part des biens fabriqués devrait ainsi reprendre, même si un retour à des niveaux de consommation semblables à ceux d'avant la crise ne devrait pas être immédiat.

La reprise de la consommation est d'ailleurs visible au mois de mai avec un bond de 36% par rapport au mois d'avril et une surconsommation de certains biens par rapport aux niveaux normaux d'avant la crise durant les premières semaines suivant la sortie de confinement. On assiste bien à un phénomène de rattrapage d'une partie de la consommation empêchée du fait de la fermeture des commerces, notamment en ce qui concerne les biens industriels (textile, biens d'équipement...).

La reprise des chantiers devrait également permettre un rebond de l'investissement au troisième trimestre. Les chantiers interrompus par le confinement ont d'ailleurs partiellement repris dès la fin du mois d'avril et au mois de mai. Selon le Réseau des CERC (Cellule Économique Régionale de la Construction), 95% des chantiers ont rouvert à la fin du mois de juin, alors que l'activité dans la construction était inférieure d'environ 80% à la normale en avril selon les estimations de l'Insee. Là encore, malgré cet effet mécanique, l'investissement ne reviendra que progressivement à son niveau d'avant-crise. Face à l'incertitude, les entreprises pourraient être tentées de repousser dans le temps leur décision d'investissement productif ou en construction. Les ménages pourraient également adopter des comportements de précaution et hésiter à déclencher des achats immobiliers. De plus, la reprise de la construction de logements sera ralentie par la forte baisse des permis de construire au T2 (effet du confinement et du report des élections municipales). Cependant, la reprise de l'investissement pourrait être favorisée par l'adoption de plans de relance au niveau national ou européen.

D'autres indicateurs viennent confirmer une reprise rapide de l'activité. Les déplacements ont nettement rebondi et retrouvent des niveaux proches de leurs niveaux pré-confinement. Le climat des affaires est également reparti à la hausse et l'indice PMI de l'enquête auprès des directeurs d'achat d'IHS Markit retrouve la zone d'expansion économique, après avoir atteint des points bas historiques au mois d'avril.

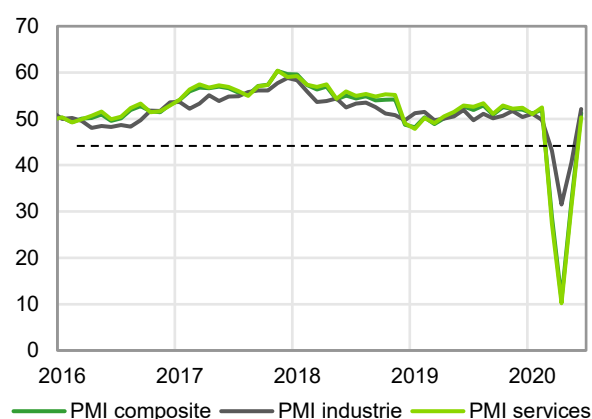
Consommation des ménages en biens (Mds€)



Source : Insee, Crédit Agricole SA ECO.

Néanmoins, cet effet de rattrapage pourrait n'être que temporaire. Malgré les mesures de soutien, l'incertitude ambiante et la hausse prévisible du chômage risquent de peser sur la confiance des ménages et risquent d'empêcher une reprise durable et totale des achats importants.

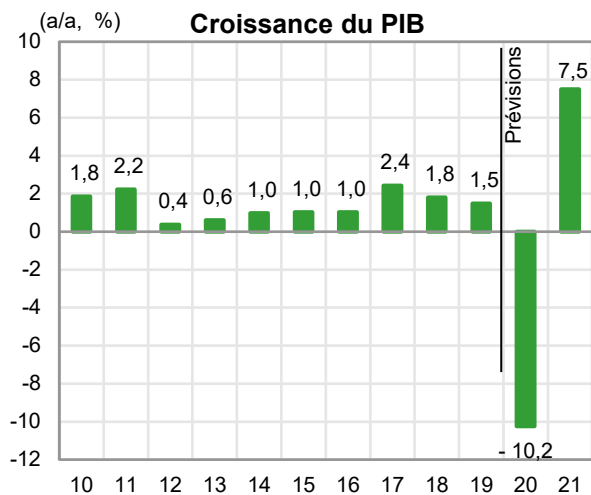
Climat des affaires



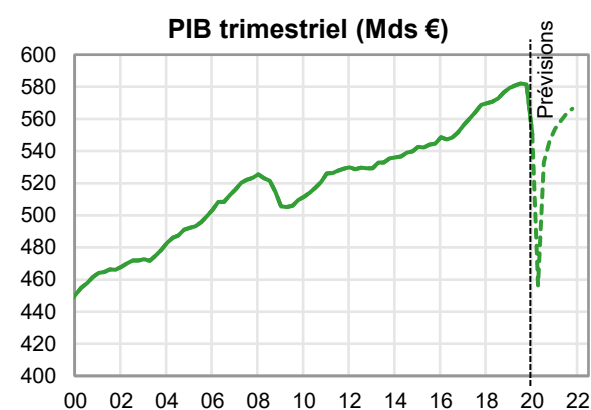
Source : IHS Markit, Crédit Agricole SA ECO.

Néanmoins, étant donné l'ampleur et le caractère inédit du choc, l'interprétation des enquêtes n'est pas aisée. Les PMI sont généralement associés à des taux de croissance qui rebondissent mécaniquement en phase avec le redémarrage de l'activité. Le niveau élevé des enquêtes ne signifie donc pas pour autant que l'activité a retrouvé ses niveaux d'avant-crise.

Finalement, en prenant en compte deux mois de confinement, une reprise graduelle de l'activité à partir du mois de mai et un rebond mécanique de la demande (consommation et investissement), **nous prévoyons une contraction du PIB de plus de 10% en 2020 suivie d'un rebond marqué en 2021.**

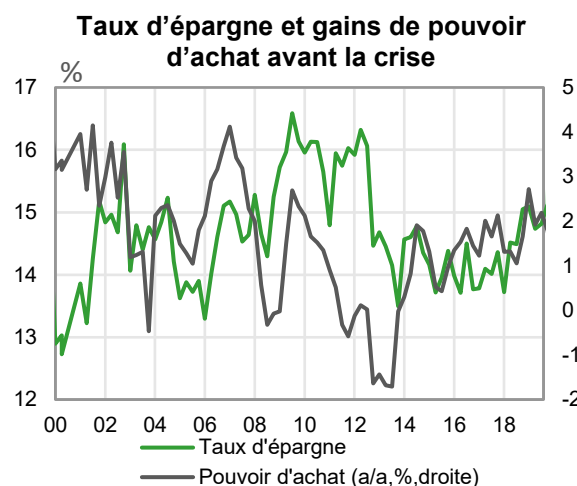


Malgré ce rebond, le retour à un niveau de PIB similaire à celui d'avant la crise ne sera pas immédiat. En effet, avec une contraction du PIB de 5,3% au premier trimestre et d'environ 17% au deuxième trimestre, le PIB du deuxième trimestre pourrait retomber à un niveau trimestriel semblable à celui de l'an 2000 soit 20 ans en arrière. Fin 2020, le PIB resterait encore inférieur d'environ 6% à son niveau « normal ». Les conséquences de cette crise seront durables et nous estimons qu'un niveau de PIB semblable à celui du T4 2019 ne sera atteint qu'en fin d'année 2022.

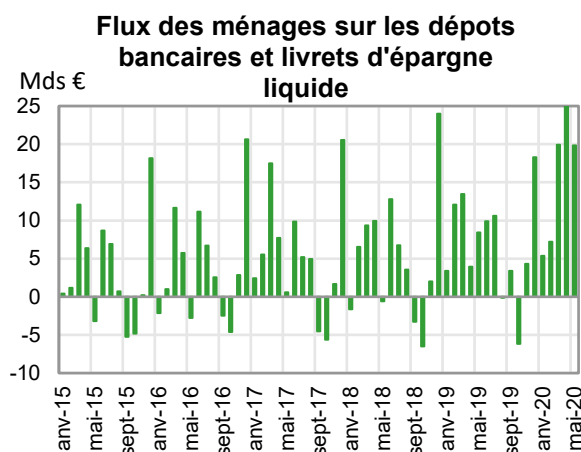


L'importance de l'utilisation du surplus d'épargne « forcée »

Avec une consommation nettement inférieure à la normale, les ménages ont accumulé un surplus d'épargne « forcée » aux mois de mars et d'avril. Si certains ménages vont connaître des baisses de revenu (chômage partiel ou perte d'emploi), ce surplus d'épargne sera, au niveau macro-économique, nettement supérieur à ces pertes. Cette relative bonne tenue des revenus dans un contexte de chute de la consommation empêchée du fait du confinement a permis aux ménages d'accumuler « passivement » un matelas important d'épargne. En outre, l'épargne des ménages français était déjà élevée avant la crise : les gains de pouvoirs d'achat suite aux mesures prises par le gouvernement en réponse au mouvement des gilets jaunes ont été largement épargnés. Le taux d'épargne des ménages bondit ainsi de plus de 4 points pour atteindre 19,6% au premier trimestre 2020.

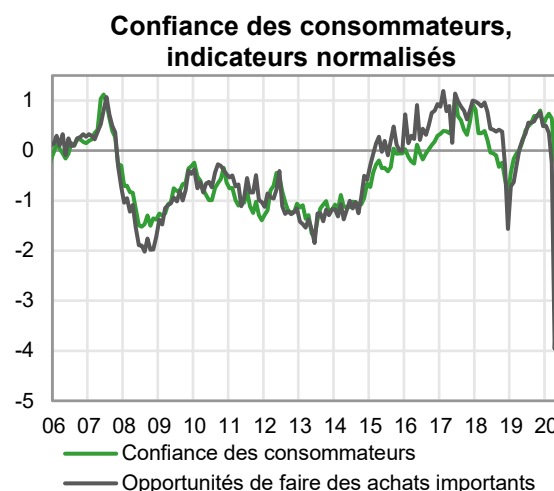


Les premières données de collecte sur les dépôts bancaires confirment d'ailleurs cette accumulation d'épargne. Les dépôts bancaires ont progressé de plus de 20 milliards d'euros par mois en moyenne entre mars et mai 2020, un montant bien supérieur à la moyenne mensuelle sur les dernières années (environ 5 milliards par mois depuis 2015). De plus, ces flux importants ne correspondent pas à la saisonnalité habituelle des flux vers les dépôts bancaires qui peuvent atteindre de tels montants au mois de décembre avec le versement du 13^e mois ou des primes de fins d'année. Au total, l'OFCE (Observatoire français des conjonctures économiques) estime à 75 milliards d'euros l'épargne forcée accumulée pendant le confinement.



Sources : Banque de France, Crédit Agricole S.A.

L'ampleur du rebond de la consommation dépendra largement de l'utilisation de ce surplus d'épargne qui elle-même dépendra du retour de la confiance des consommateurs. En effet, la confiance des ménages s'est dégradée pendant le confinement. En particulier, l'incertitude réduit la visibilité qu'ont les ménages sur leur situation financière future. En ajoutant à cela un confinement qui a contraint la consommation, les intentions d'effectuer des achats importants ont été en chute libre aux mois de mars et d'avril. Un rebond a depuis eu lieu.



Sources : Insee, Crédit Agricole S.A.

D'un côté, les craintes liées à l'épidémie ou la peur du chômage pourraient inciter les ménages à la prudence et les encourager à conserver un matelas d'épargne pour des motifs de précaution.

De l'autre, un retour plus rapide de la confiance, fonction surtout de l'évolution de la situation sanitaire pourrait au contraire relancer ces achats importants grâce au déblocage de l'épargne forcée accumulée. De tels effets de rattrapage sont susceptibles de modifier la trajectoire de consommation et donc le profil de la reprise en sortie de crise.

Tableau récapitulatif des mesures de soutien à l'économie

Principales mesures	Coût (première estimation)
Soutien direct de la BPI aux entreprises	3 Mds €
Plans de soutiens ciblés sur certains secteurs	43,5 Mds €
Facilitation du recours au chômage partiel.	Au moins 31 Mds €
Reports de paiement des impôts et des cotisations sociales, et annuler les impôts et charges pour les entreprises les plus touchées et menacées de disparition.	Autour de 40 Mds € en effort de trésorerie (voire perte sèche) pour l'Etat
Suspension des factures « de gaz, d'eau, d'électricité, des loyers » pour les entreprises et indépendants.	Non chiffré mais pas un coût pour l'Etat
Création d'un fonds de solidarité pour soutenir les commerçants et les indépendants perdant 50% de leur CA qui pourront toucher au moins 1 500 € par mois.	8 Mds €
Aide d'urgence pour les familles modestes	1 Md €
Indemnités pour parents sans solution pour la garde de leurs enfants.	2 Mds €
Rehaussement de l'Ondam (dépenses d'assurance maladie)	8 Mds €
Prise de participations, montées en capital voire nationalisations	20 Mds €
Protection des entreprises exportatrices via la prolongation des assurances-prospection, 2Mds € d'assurance crédit et le renforcement des garanties de BPI Assurance Export (portées à 90% et élargies aux ETI)	NC
Enveloppe de 300 Mds € de prêts bancaires des entreprises garantis par l'Etat	100 Mds € déjà mobilisés
Hausse des garanties BPI de 40% à 90% et extension aux ETI	NC
Garantie publique de 10 Mds € pour les crédits interentreprises (assurance-crédit)	NC
Total	Autour de 134 Mds €

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet

Date	Titre	Thème
07/07/2020	<u>Russie : Max Weber, syndrome eurasien et bons d'achat</u>	Géopolitique
06/07/2020	<u>UE – Le Parlement allemand met fin au bras de fer entre la BCE et la Cour constitutionnelle</u>	Europe
03/07/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
02/07/2020	<u>Monde – Scénario macro-économique 2020-2021 : choc inédit, réponses massives et questions ouvertes</u>	Monde
01/07/2020	<u>Fintech Outlook - premier semestre 2020</u>	Banque
29/06/2020	<u>Zone euro : V comme victoire ?</u>	Europe
26/06/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
24/06/2020	<u>Vents porteurs pour l'aéronautique française ?</u>	Aéronautique
24/06/2020	<u>Electricité – Les enseignements du confinement sur le marché européen</u>	Sectoriel
24/06/2020	<u>PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole - Spécial Covid-19 n°11</u>	Agri-agro
24/06/2020	<u>Chine – Nouvelle progression des indicateurs d'activité en mai</u>	Chine
23/06/2020	<u>Royaume-Uni – Forte détérioration des conditions sur le marché du travail</u>	Royaume-Uni
22/06/2020	<u>Zone euro – L'emploi dans la crise : premiers constats</u>	Zone euro
19/06/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
19/06/2020	<u>France – Immobilier résidentiel : évolutions récentes et perspectives 2020-2021</u>	France, immobilier

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 – Fabienne PestyContact: publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Consultez et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <http://etudes-economiques.credit-agricole.com>**iPad** : application **Etudes ECO** disponible sur l'App store**Android** : application **Etudes ECO** disponible 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.