



**Slavena NAZAROVA**

# ROYAUME-UNI SCÉNARIO 2020-2021

## UN HIVER LONG ET DIFFICILE

20 octobre 2020

AGIR CHAQUE JOUR DANS VOTRE INTÉRÊT  
ET CELUI DE LA SOCIÉTÉ



ÉTUDES ÉCONOMIQUES GROUPE

# SOMMAIRE

1 | **Résumé de notre scénario**

2 **La crise de la Covid-19 et les dernières évolutions conjoncturelles**

3 **La trame de notre scénario**

4 **Focus *Brexit* : dernière ligne droite**

# RÉSUMÉ DE NOTRE SCÉNARIO

## UN HIVER LONG ET DIFFICILE

Après le rebond mécanique *post*-confinement, le taux de croissance a ralenti au cours de l'été. Un ralentissement plus rapide et plus précoce que prévu et qui devrait accélérer au cours du dernier trimestre de l'année et, sous l'effet du *Brexit*, début 2021. **La croissance *post*-confinement a, en effet, bénéficié d'une brève éclaircie sous la conjonction de facteurs favorables qui progressivement se dissipent.** Les mesures exceptionnelles de relance budgétaire ont été concentrées sur les deuxième et troisième trimestres (166 milliards de livres sterling sur un total de 192 milliards de livres pour l'année fiscale en cours, selon les estimations de l'OBR et de la BoE). Elles avaient pour objectif de préserver autant que possible l'emploi et la survie des entreprises, pour éviter une destruction de capacités productives ; alors que le choc lié au virus était considéré comme temporaire. Les dispositifs de l'État ont continué de protéger l'emploi et les revenus des ménages durant la phase d'assouplissement des mesures de distanciation sociale de juin et juillet, période coïncidant avec une baisse des taux de contamination.

Cependant, cette période propice au rebond économique est désormais derrière nous. Depuis le début du mois de septembre, le nombre de cas de Covid sont à nouveau en hausse, ce qui a contraint le gouvernement britannique à annoncer de nouvelles restrictions à la vie sociale pour les six

prochains mois. Fait important, le gouvernement commence à se soucier de l'état des finances publiques *post*-crise, avec un déficit budgétaire susceptible d'atteindre 370 milliards de livres (18% du PIB) cette année et une dette publique dépassant 100% du PIB. Le changement de tonalité dans la conduite de la politique budgétaire est clairement assumé par le Chancelier Rishi Sunak qui ne promet plus que de sauvegarder les emplois dits « viables ». Le taux de chômage a déjà entamé sa hausse (4,5% en août, contre 4% en février) sous l'effet d'une augmentation record des licenciements. Il devrait augmenter fortement au quatrième trimestre à près de 8%, le régime de chômage partiel qui expire fin octobre étant remplacé par un dispositif moins généreux et moins incitatif pour les employeurs à maintenir leurs emplois en cas de sous-activité.

**Notre scénario retient ainsi un ralentissement considérable de la croissance au quatrième trimestre à 2,4% en variation trimestrielle (assortie de risques baissiers),** en raison de la recrudescence de l'épidémie, de l'anticipation d'une remontée significative du taux de chômage, de la diminution du stimulus budgétaire dans les prochains mois et des incertitudes liées au *Brexit*. *A contrario*, une éventuelle reconstitution des stocks avant le *Brexit* constitue un risque haussier sur la croissance du quatrième trimestre.

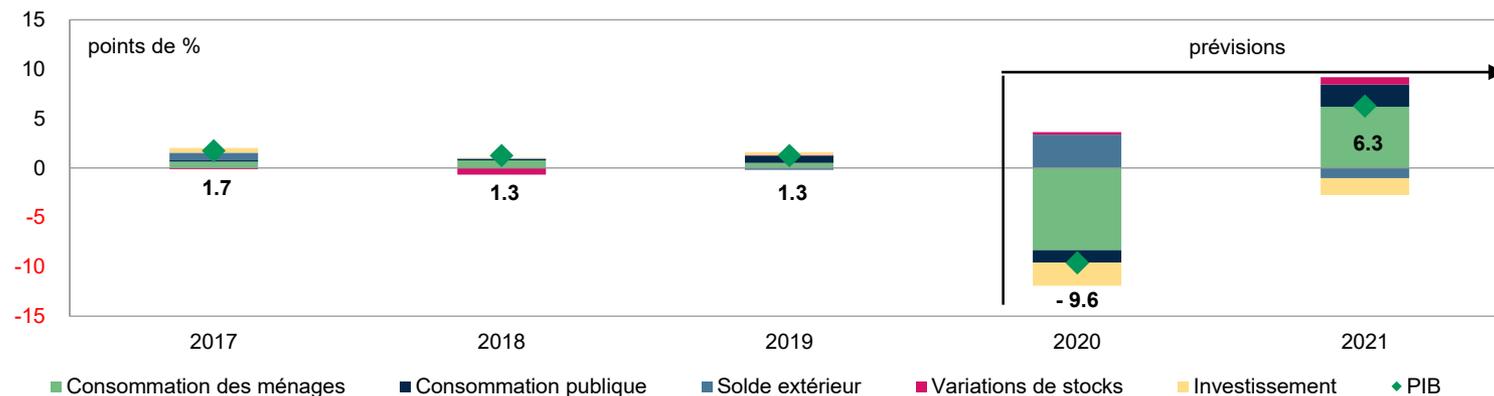
La reprise s'annonce incertaine de par sa nature, conditionnée à l'évolution de l'épidémie et aux avancées sur les traitements de la maladie et les vaccins. Les ménages et les entreprises devraient rester prudents dans leurs comportements de consommation et d'investissement, privilégiant l'épargne et le désendettement. La hausse du taux de chômage devrait être lente à résorber, d'autant plus que les secteurs directement touchés par la crise sont aussi ceux où la productivité est la plus faible, suggérant que la nécessaire réallocation sectorielle des capacités sera longue et coûteuse.

**Après une baisse du PIB de 9,6% prévue cette année, nous anticipons un rebond de 6,3% l'année prochaine qui laisserait le niveau du PIB à la fin de 2021 sous celui de fin 2019.** L'inflation devrait rester faible et évoluer de manière erratique sous la cible de la BoE, assurant le maintien des taux bas pour longtemps. Nous ne prévoyons pas de taux directeur négatif dans l'immédiat, mais cela est une possibilité courant 2021, si les perspectives le nécessitent, notamment en cas de *No-deal*. Nous continuons d'anticiper un accord de libre-échange basique qui éviterait la mise en place de droits de douane, mais des barrières aux échanges (contrôles douaniers) devraient voir le jour *post-Brexit* et perturber le commerce début 2021.

# RÉSUMÉ DE NOTRE SCÉNARIO

## PRÉVISIONS

### Contributions à la croissance du PIB annuel



Sources : ONS, Crédit Agricole SA/ ECO

| Royaume-Uni              | variation moyenne annuelle, % |      |       |       | variation trimestrielle, % |      |      |      |      |       |      |      |      |      |      |      |
|--------------------------|-------------------------------|------|-------|-------|----------------------------|------|------|------|------|-------|------|------|------|------|------|------|
|                          | 2018                          | 2019 | 2020  | 2021  | 2019                       |      |      |      | 2020 |       |      |      | 2021 |      |      |      |
|                          |                               |      |       |       | T1                         | T2   | T3   | T4   | T1   | T2    | T3   | T4   | T1   | T2   | T3   | T4   |
| PIB (%)                  | 1.3                           | 1.3  | -9.6  | 6.3   | 0.6                        | 0.0  | 0.3  | 0.1  | -2.5 | -19.8 | 16.9 | 2.4  | 0.7  | 0.9  | 1.3  | 1.3  |
| consommation privée      | 1.3                           | 0.8  | -13.4 | 10.5  | -0.2                       | 0.5  | 0.0  | -0.4 | -3.0 | -23.6 | 15.8 | 5.0  | 4.0  | 1.5  | 1.5  | 1.5  |
| consommation publique    | 0.6                           | 4.1  | -6.6  | 11.3  | 1.4                        | 2.0  | -0.6 | 0.7  | -3.9 | -14.6 | 15.0 | 4.0  | 2.0  | 2.0  | 2.0  | 2.0  |
| investissement           | 0.4                           | 1.5  | -13.1 | -9.8  | 2.0                        | -1.0 | 1.4  | -1.7 | -1.0 | -21.6 | 15.0 | -5.0 | -5.0 | -2.0 | -0.5 | -0.5 |
| variations de stocks*    | -0.7                          | 0.1  | 0.3   | 0.7   | 0.4                        | -1.7 | -0.8 | 1.6  | -0.5 | -0.7  | 2.1  | 0.2  | 0.0  | -0.2 | 0.0  | 0.0  |
| exportations nettes*     | 0.1                           | -0.2 | 3.4   | -1.0  | -2.1                       | 2.8  | 1.1  | 0.4  | -0.5 | 3.6   | -0.4 | -0.7 | -1.3 | 0.0  | 0.0  | 0.0  |
| Taux de chômage          | 4.1                           | 3.8  | 4.9   | 8.2   | 3.8                        | 3.9  | 3.8  | 3.8  | 0.0  | 4.1   | 6.8  | 8.6  | 8.7  | 8.3  | 8.0  | 7.6  |
| Inflation (CPI, a/a%)    | 2.5                           | 1.8  | 0.8   | 1.4   | 1.9                        | 2.0  | 1.8  | 1.4  | 1.7  | 0.6   | 0.6  | 0.5  | 0.4  | 1.4  | 1.7  | 2.0  |
| Core CPI (YoY%)          | 2.1                           | 1.7  | 1.1   | 0.9   | 1.9                        | 1.7  | 1.7  | 1.6  | 1.6  | 1.4   | 1.1  | 0.4  | 0.2  | 0.7  | 1.1  | 1.8  |
| Déficit public (% PIB)   | -2.2                          | -2.1 | -16.8 | -14.4 |                            |      |      |      |      |       |      |      |      |      |      |      |
| Dette publique (% PIB)   | 85.7                          | 85.4 | 108.5 | 116.2 |                            |      |      |      |      |       |      |      |      |      |      |      |
| Taux directeur**         | 0.75                          | 0.75 | 0.10  | 0.10  | 0.75                       | 0.75 | 0.75 | 0.75 | 0.1  | 0.1   | 0.1  | 0.1  | 0.1  | 0.1  | 0.1  | 0.1  |
| Achats de titres (£ mds) | 435                           | 435  | 645   | 745   | 435                        | 435  | 435  | 435  | 645  | 745   | 745  | 845  | 845  | 845  | 845  | 845  |

\* Contributions à la croissance du PIB

\*\* Fin de période

Source: ONS, BoE, Crédit Agricole S.A.

# SOMMAIRE

1 Résumé de notre scénario

2 | La crise de la Covid-19 et dernières évolutions conjoncturelles

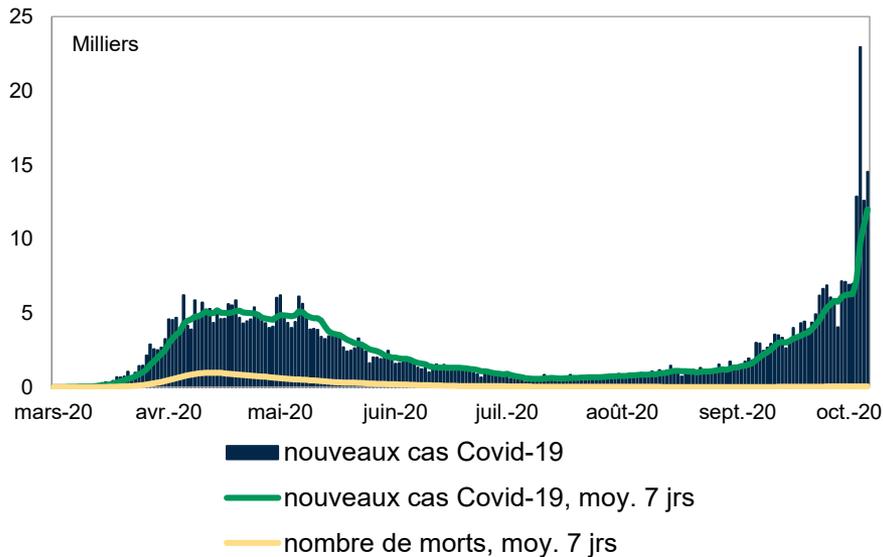
3 La trame de notre scénario

4 Focus *Brexit* : dernière ligne droite

# LA CRISE DE LA COVID-19 ET LES DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

## RECRUDESCENCE DE L'ÉPIDÉMIE ET NOUVELLES RESTRICTIONS SOCIALES

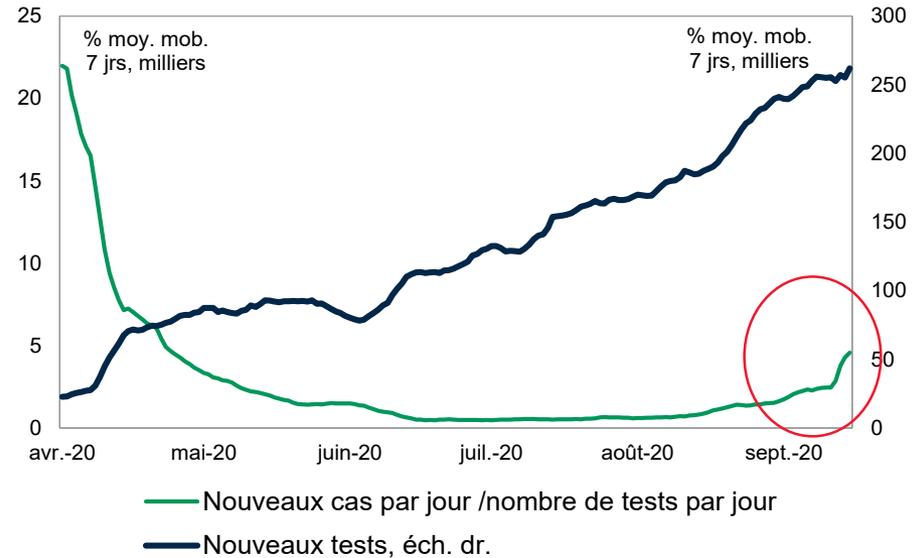
### La seconde vague, très différente de la première (données au 6 octobre)



Sources : gov.uk, Crédit Agricole SA / ECO

La recrudescence des nouveaux cas Covid-19 a conduit le gouvernement britannique à annoncer de nouvelles mesures de restriction à l'interaction sociale courant septembre, incluant une « règle de six personnes maximum » pour les réunions avec des personnes issues de foyers différents (à quelques exceptions près comme les cérémonies civiles où la limite est de 15), mais aussi la fermeture des bars et restaurants entre 22 heures et 5 heures à partir du 24 septembre. Le travail depuis le domicile, lorsqu'il est possible, est par ailleurs fortement encouragé.

### Nouveaux cas Covid en hausse par rapport au nouveaux tests effectués



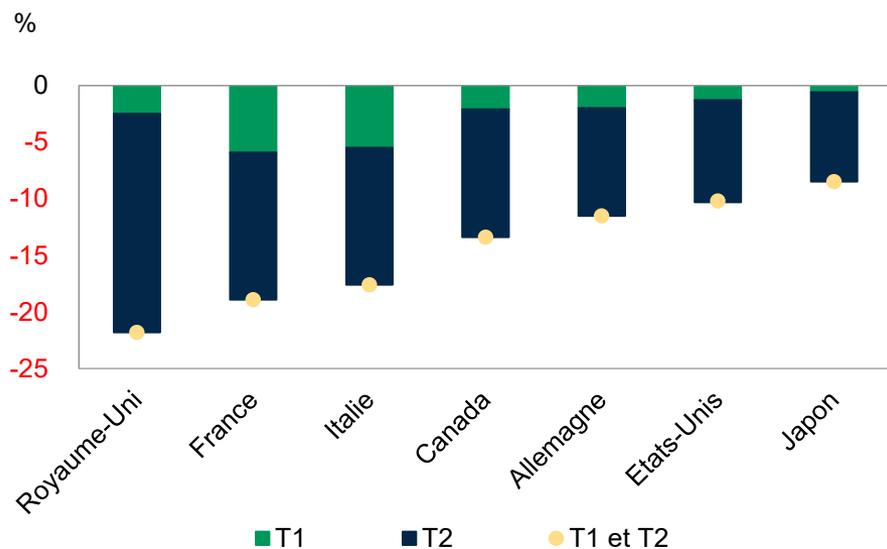
Sources : gov.uk, Crédit Agricole SA / ECO

Selon les données officielles, une personne sur huit en Angleterre a été testée pour le coronavirus depuis le lancement du *NHS Test and Trace* le 28 mai dernier. L'objectif est d'atteindre 500 000 tests par jour d'ici fin octobre. Cependant, l'idée selon laquelle la recrudescence des cas Covid-19 depuis début septembre serait due à la multiplication des efforts de dépistage est fautive, car on constate une nette progression du ratio du nombre de nouveaux cas par jour par rapport aux tests.

# LA CRISE DE LA COVID-19 ET LES DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

## UNE BAISSÉ DU PIB PARMIS LES PLUS ÉLEVÉES À L'ÉCHELLE MONDIALE

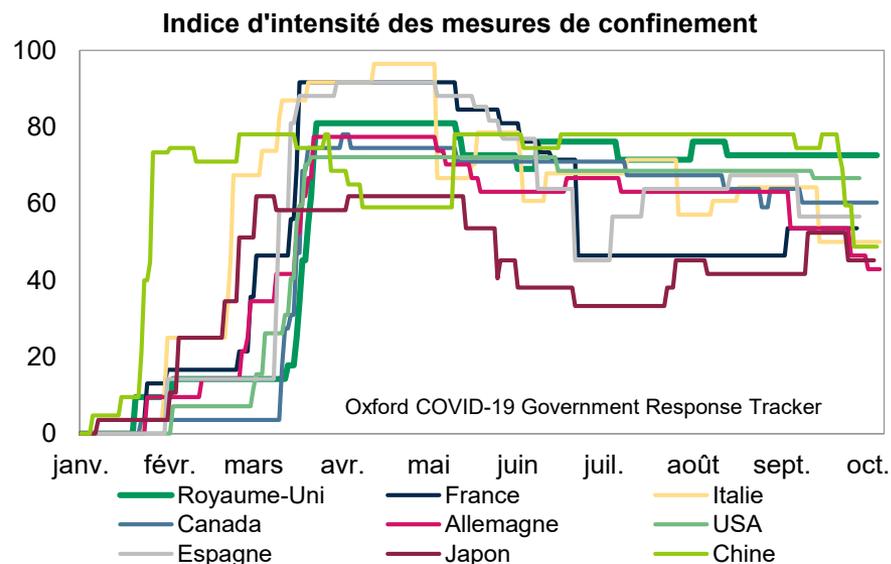
### Contraction record au cours de la première moitié de l'année parmi les pays du G7



Sources : ONS, OCDE, Crédit Agricole S.A. / ECO

Le PIB s'est contracté de 19,8% en variation trimestrielle au deuxième trimestre, soit sa pire performance depuis le début de la série trimestrielle du PIB en 1955, après une baisse de 2,5% au premier trimestre. Le PIB enregistre une baisse cumulée de 21,8% au deuxième trimestre par rapport au quatrième trimestre 2019, soit la pire performance des pays du G7. En variation sur un an, le PIB baisse de 21,5%. En niveau, il se situe à son plus bas depuis le premier trimestre 2003.

### Vraisemblablement due à un confinement relativement plus long



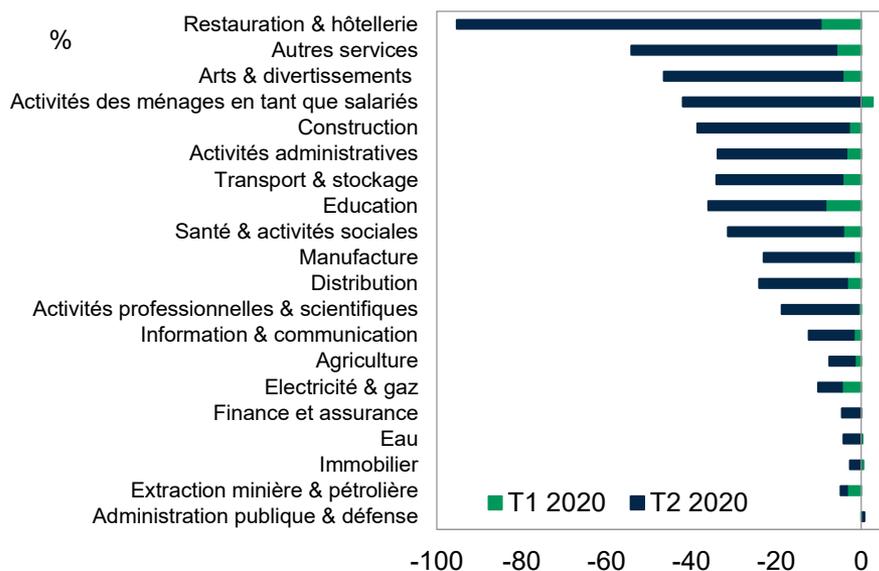
Sources : Université d'Oxford, Crédit Agricole SA / ECO

Le confinement a été mis en place le 23 mars, soit une semaine après la France. Il incluait l'interdiction de tout rassemblement et d'événement social, ainsi que la fermeture des commerces « non essentiels ». La crise sanitaire ayant été maîtrisée plus tardivement, la levée des mesures de distanciation sociale a été plus progressive et s'est faite de manière hétérogène à travers le pays : réouverture des secteurs manufacturier et de la construction à partir du 13 mai en Angleterre, mais les commerces non essentiels ont rouvert seulement le 15 juin et les pubs, les restaurants et les hôtels début juillet.

# LA CRISE DE LA COVID-19 ET LES DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

## UNE CRISE ÉCONOMIQUE QUI A FRAPPÉ LES SECTEURS À DIFFÉRENTS DEGRÉS

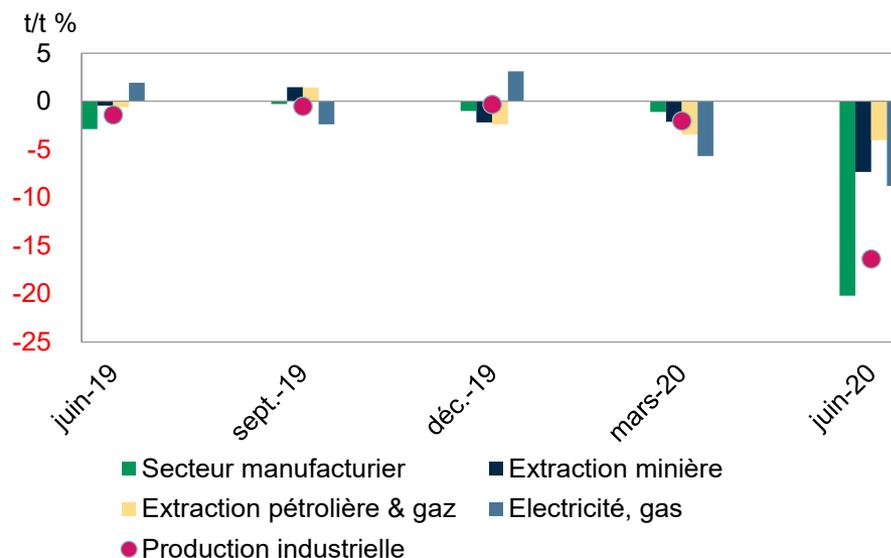
### L'output a baissé le plus dans les secteurs de « consommation sociale »



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Les plus fortes baisses ont été enregistrées dans les secteurs de la restauration et l'hôtellerie (-87% entre le T2-2020 et le T4-2019). Mais les arts et les loisirs, la construction et l'éducation ont baissé de plus de 40%. Les services publics, l'immobilier et l'agriculture ont été parmi les moins affectés. De manière générale, plus un secteur implique un fort degré de contact humain, plus la baisse de son *output* est importante. Même si les effets directs du confinement ont été concentrés sur certaines industries, le choc a eu des effets de second tour sur d'autres secteurs à travers la baisse de la demande, notamment en biens intermédiaires.

### Dans l'industrie, la Covid-19 est venue aggraver la récession préexistante



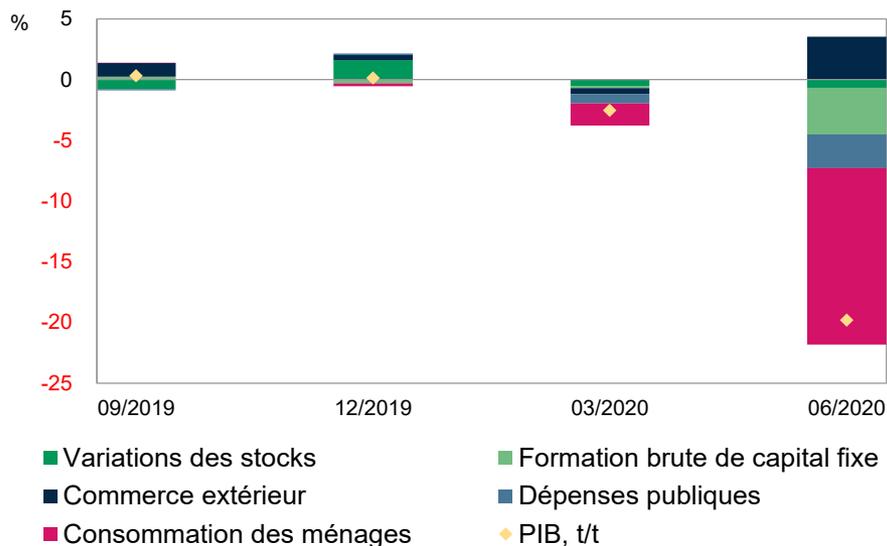
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

L'industrie manufacturière s'est contractée de 20,2% au deuxième trimestre, notamment en raison de la fermeture de nombreuses usines, aggravant ainsi une récession observée dans le secteur depuis début 2019. Le secteur était déjà souffrant tout au long de l'année dernière en raison de la guerre commerciale sino-américaine, des difficultés dans l'industrie automobile, des incertitudes liées au *Brexit* et de l'essoufflement du cycle industriel mondial. Il affiche ainsi un repli vertigineux de 75,7% depuis le premier trimestre 2019.

# LA CRISE DE LA COVID-19 ET LES DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

## UNE CONTRACTION DU PIB AU PREMIER SEMESTRE PORTÉE PAR LA DEMANDE INTÉRIEURE

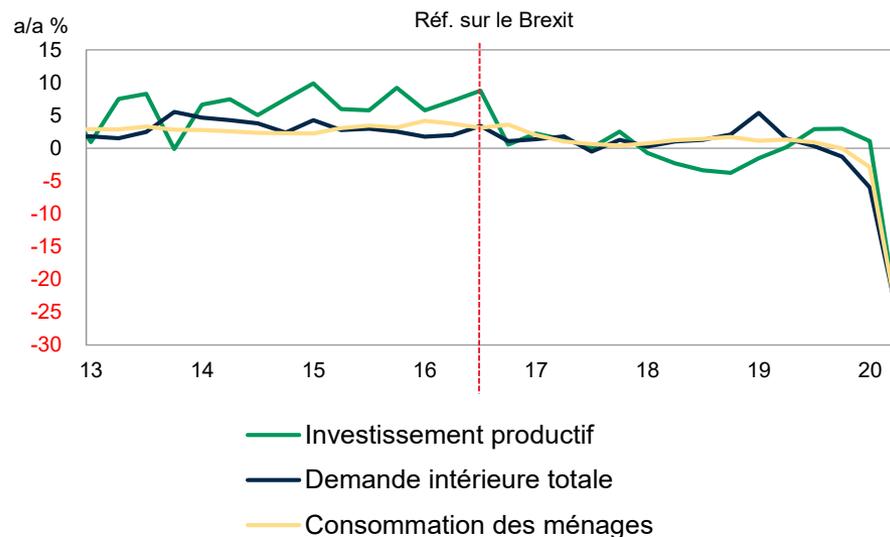
### Croissance du PIB trimestriel : contributions en termes de dépenses



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

La consommation des ménages a baissé de 23,6% au deuxième trimestre. Il s'agit du troisième trimestre consécutif de baisse, conduisant à une hausse du taux d'épargne à 29,1%. Corroborant les analyses de l'*output* par secteur, la baisse de la consommation des ménages reflète surtout les chutes de dépenses dans les restaurants et les hôtels, le transport, les loisirs et la culture. La consommation publique chute de 14,6%, en raison d'une baisse de l'activité dans le secteur de la santé et de l'éducation, tandis que l'investissement public est le seul à avoir progressé sur le trimestre de 19,3%.

### Demande intérieure en récession depuis le T2-2019 sur fond de faiblesse de l'investissement



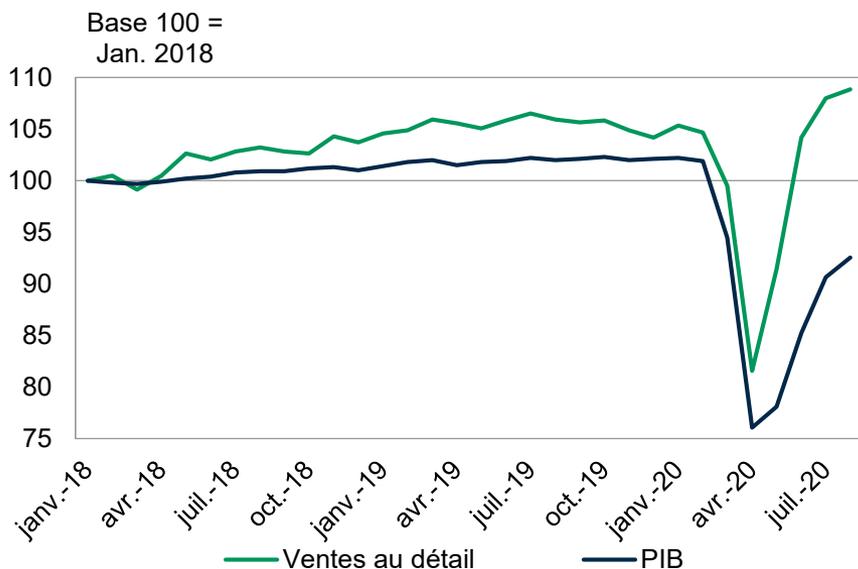
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

L'investissement productif accuse une baisse (-26,5%) pour le troisième trimestre d'affilée. L'investissement immobilier se contracte quant à lui de 41,6% sur le trimestre. Les détails du PIB révèlent, par ailleurs, un important mouvement de déstockage contribuant pour -0,7 point de pourcentage à la croissance, après -0,5 au premier trimestre. Les importations se contractent en ligne avec la demande intérieure (-22,7% sur le trimestre, et de manière plus forte que les exportations (-11% sur le trimestre). En conséquence, le solde commercial contribue positivement, pour 3,6 points de pourcentage, à la croissance sur le trimestre.

# LA CRISE DE LA COVID-19 ET LES DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

## LA REPRISE *POST*-CONFINEMENT A ÉTÉ VIGOUREUSE, MAIS INCOMPLÈTE ET INÉGALE

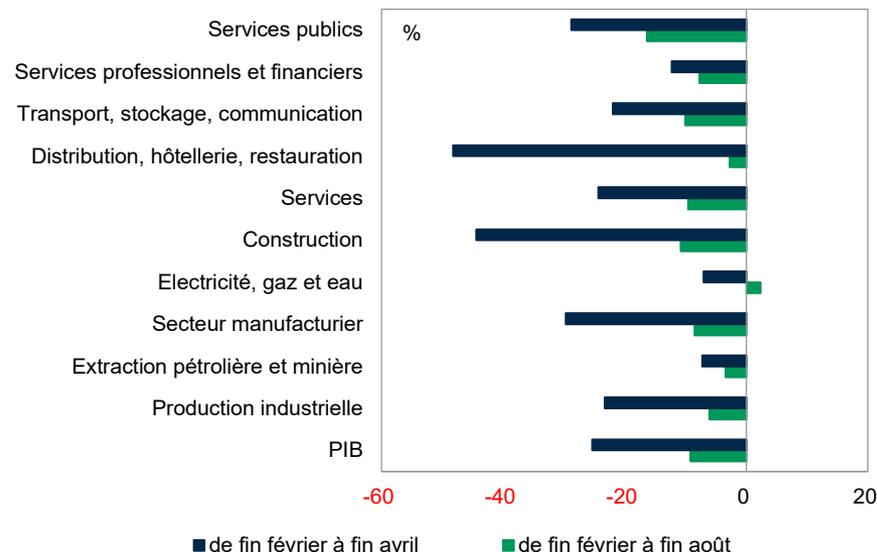
### Les ventes au détail ont crû fortement depuis mai, dépassant leur niveau pré-crise



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Avec l'assouplissement progressif des mesures de distanciation sociale au cours de l'été, la reprise *post*-confinement semble tirée principalement par la consommation des ménages, en particulier celle des biens. Il s'agit d'un rebond mécanique, grâce au rattrapage des achats qui n'ont pas pu être effectués pendant le confinement et d'un effet d'éviction depuis la sphère des services vers celle des biens. Ainsi, les ventes au détail ont remonté de 33,5% entre fin avril et fin août, grâce notamment aux ventes en ligne. En revanche, la consommation finale des ménages devrait être beaucoup plus modérée, en raison des contraintes dans la sphère sociale.

### La reprise s'observe dans tous les secteurs (variation de l'*output*, données mensuelles)



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

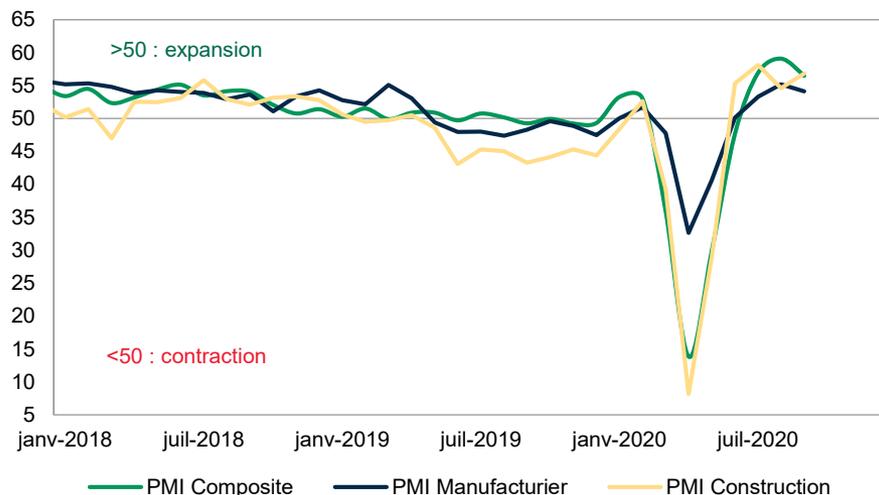
Le PIB s'est redressé de 21,7% entre son creux en avril et fin août. Il reste 9,2% inférieur à son niveau de février. En août, le rythme de croissance a ralenti pour le deuxième mois consécutif (2,1% en variation mensuelle). Après un rebond assez vigoureux de mai à juillet, la production industrielle a presque stagné en août (0,3% en variation mensuelle), avec un net ralentissement dans le secteur manufacturier (0,7%). Le secteur des services ralentit également (2,4% sur le mois après 5,9% en juillet). Le secteur de la restauration est un contributeur majeur à la hausse ses services, soutenu par le dispositif *Eat Out to Help Out* du gouvernement.

# LA CRISE DE LA COVID-19 ET LES DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

## TROISIÈME TRIMESTRE : UN FORT REBOND ATTENDU GRÂCE À L'EFFET D'ACQUIS

### Les enquêtes PMI auprès des directeurs d'achats restent en territoire d'expansion

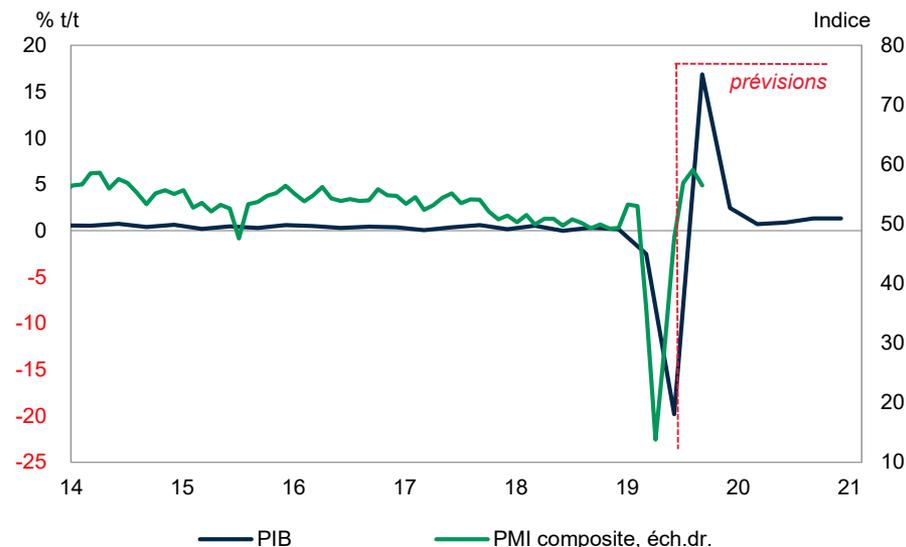
Soldes d'opinion



Sources : IHS Markit, Crédit Agricole SA / ECO

Les enquêtes PMI auprès des directeurs d'achats (données à fin septembre) signalent la poursuite du ralentissement de l'activité, tout en se maintenant confortablement à des niveaux correspondant à une expansion de l'activité. Dans les services, les PMI indiquent que la croissance est restée solide en septembre, en dépit d'une baisse de l'activité dans la restauration due à l'expiration du dispositif *Eat Out to Help Out* du gouvernement et dans d'autres secteurs de consommation. Toutefois, ces enquêtes sont en décalage avec les données dures d'activité, ayant manqué le ralentissement précoce observé dès juillet et devraient donc être considérées avec précaution.

### Le rebond au T3 devrait être soutenu, mais la dynamique sous-jacente est en perte de vitesse



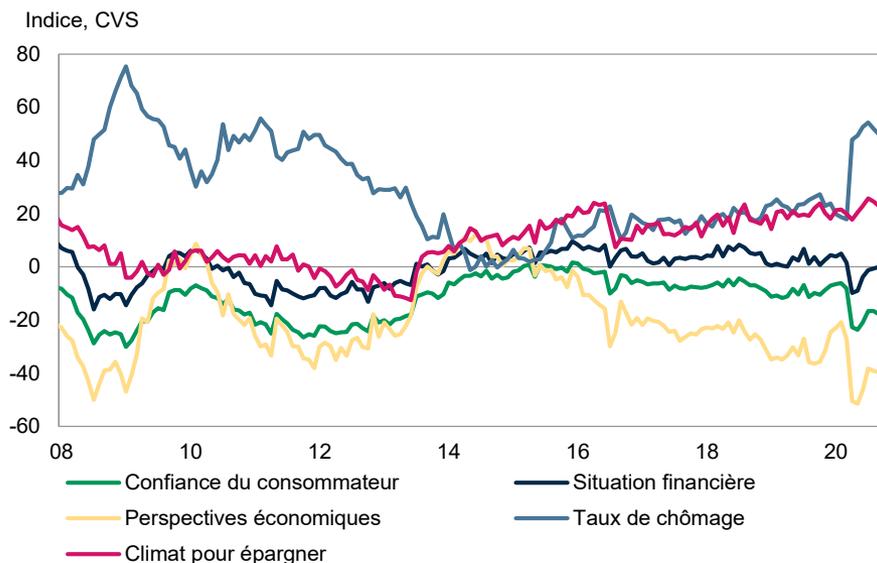
Sources : ONS, IHS Markit, Crédit Agricole SA / ECO

La croissance du troisième trimestre bénéficie d'un effet de base favorable, grâce au rebond en mai et en juin. Mais, en réalité, la reprise a ralenti dans la plupart des secteurs en juillet et les enquêtes suggèrent qu'elle devrait continuer de se modérer dans les prochains mois. Plusieurs facteurs rentrent en jeu : la recrudescence des cas Covid, le resserrement des règles de distanciation sociale, la hausse à venir du taux chômage, l'incertitude du *Brexit* et le risque persistant de *No-deal*. Nous anticipons donc une décélération marquée de la croissance au quatrième trimestre.

# LA CRISE DE LA COVID-19 ET LES DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

## LES CONSOMMATEURS RESTENT (TRÈS) PRUDENTS

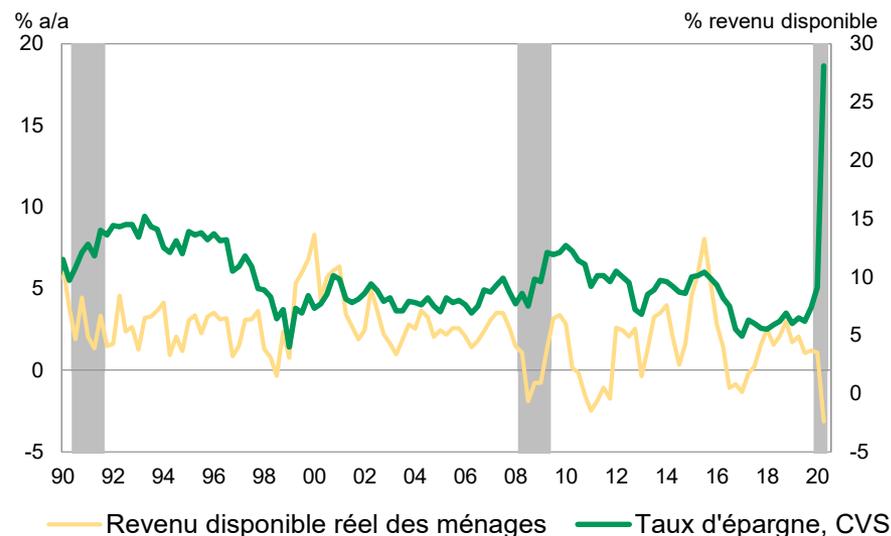
### La confiance du consommateur ne se redresse que partiellement et temporairement



Sources : Commission européenne, Crédit Agricole SA / ECO

La confiance du consommateur reste détériorée, un pessimisme dû en particulier aux craintes d'un fort rebond du taux de chômage et d'une dégradation des perspectives économiques. Le généreux soutien fiscal du gouvernement a protégé les revenus, sans en empêcher la baisse. Selon les estimations du gouvernement, entre février et mai, le soutien apporté s'élève à 20% du revenu moyen du ménage en emploi. Si cela a permis de protéger le revenu, voire de l'augmenter pour les plus pauvres, le revenu disponible brut agrégé des ménages a baissé au deuxième trimestre.

### Le taux d'épargne devrait rester anormalement élevé



Les zones grises représentent les périodes de récession

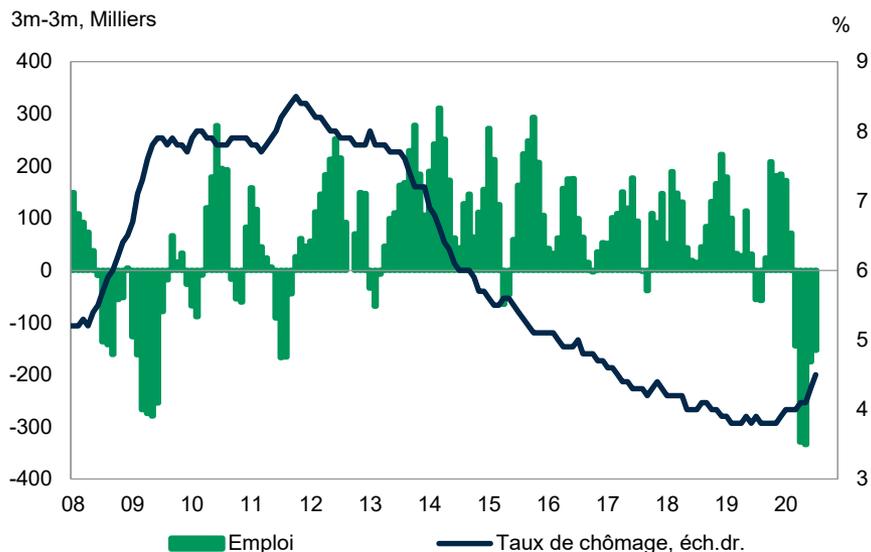
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

La baisse des dépenses de consommation des ménages au T2 (-23,7%), concomitante à une baisse moins prononcée du revenu disponible brut (-2,8%), a provoqué une envolée du taux d'épargne (à 28,1%). Selon la BoE, les dépôts dans les comptes bancaires des ménages ont augmenté de 17 Mds £ en moyenne par mois de mars à fin juin, contre 5 Mds £ sur les six mois précédents. Le taux d'épargne devrait baisser à court terme, avec l'ouverture de l'économie, tout en se maintenant à des niveaux relativement élevés (épargne de précaution, consommation contrainte dans la sphère sociale et le tourisme).

# LA CRISE DE LA COVID-19 ET LES DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

## LES CONDITIONS SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL TRÈS DÉTÉRIORÉES

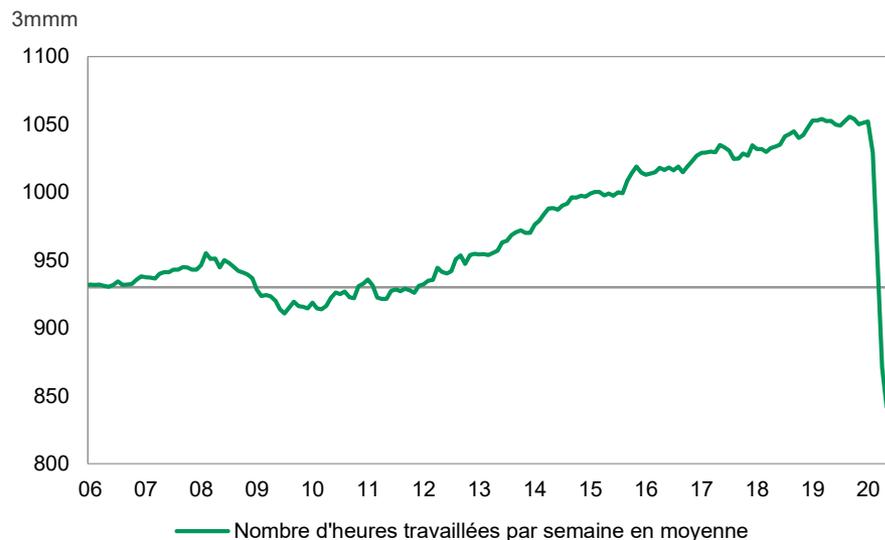
### Le taux de chômage a commencé à grimper au troisième trimestre



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Le taux de chômage a augmenté à 4,5% en août (moyenne sur trois mois) sur fond de hausse record des licenciements (+114 000 sur la période à 227 000, au plus haut depuis juillet 2009). Par comparaison, le record historique des licenciements est de 311 000 atteint en 2008. L'emploi a baissé de 482 000 entre février et août, sachant que les personnes inscrites au chômage partiel restent comptabilisées dans l'emploi. Les statistiques officielles font état de 4,8 millions d'emplois inscrits au CJRS au 31 juillet et de 2 millions d'autoentrepreneurs au SEISS au 31 août, soit un total de 20% de la population active.

### Après une chute de 15% au deuxième trimestre, le nombre d'heures travaillées rebondit



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Le *Claimant count* (nombre de personnes ayant recours au *Universal Credit* et aux allocations chômage) a atteint 2,7 millions (8% de la population active). Par ailleurs, le nombre de personnes à la frontière avec le chômage (mais pas officiellement considérées comme chômeurs), tels que les inactifs qui pourraient bientôt commencer à chercher un travail et les personnes qui sont toujours employées, mais temporairement sans travail et sans revenus (salaire ou CJRS) s'élève à près de 2 millions (5,8% de la population active). Le taux de chômage « réel » serait donc proche de 10% (3,4 millions d'individus).

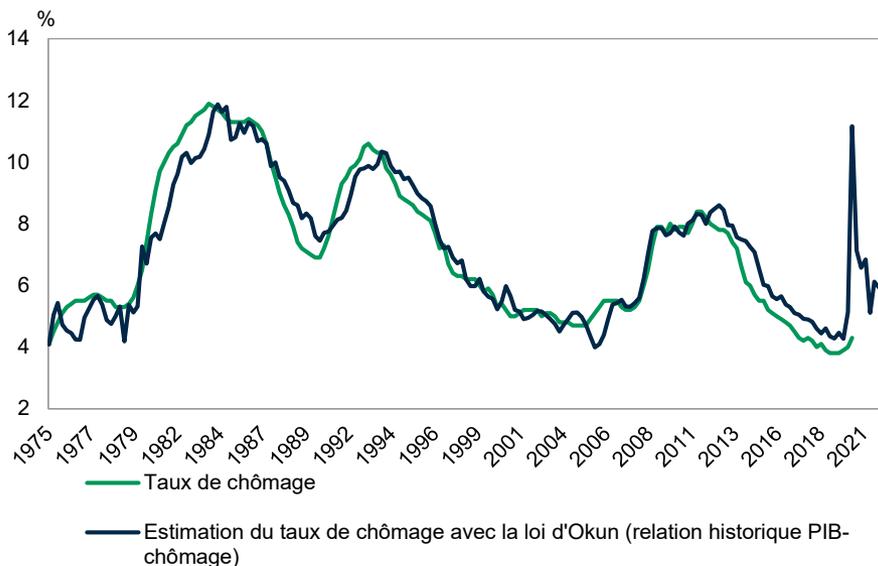
# SOMMAIRE

- 1 Résumé de notre scénario
- 2 La crise de la Covid-19 et les dernières évolutions conjoncturelles
- 3 | La trame de notre scénario
- 4 Focus : *Brexit* dernière ligne droite

# LA TRAME DE NOTRE SCENARIO

## LE CHÔMAGE DEVRAIT AUGMENTER SIGNIFICATIVEMENT AU QUATRIÈME TRIMESTRE

En l'absence des aides du gouvernement, le taux de chômage aurait pu dépasser 10%

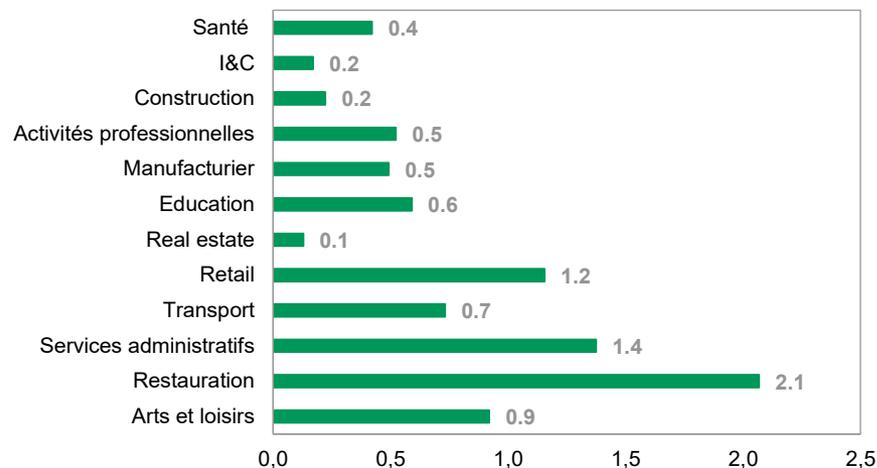


Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Le taux de chômage devrait augmenter à près de 8% de la population active au quatrième trimestre, contre 4,5% actuellement, sous l'effet de plusieurs facteurs. Le premier est le retour sur le marché du travail d'une partie de la population inactive. Le deuxième est le probable basculement dans les prochains mois dans la définition officielle du taux de chômage des individus qui sont employés, mais ne touchent pas de revenus. Le troisième est la hausse anticipée des licenciements dans le sillage de l'expiration du CJRS fin octobre et de son remplacement le 1<sup>er</sup> novembre par le moins avantageux *Job*

Désormais, l'État se dit prêt à aider uniquement les emplois « viables »

Part des individus au chômage partiel dans l'emploi total (24 août-6 septembre)



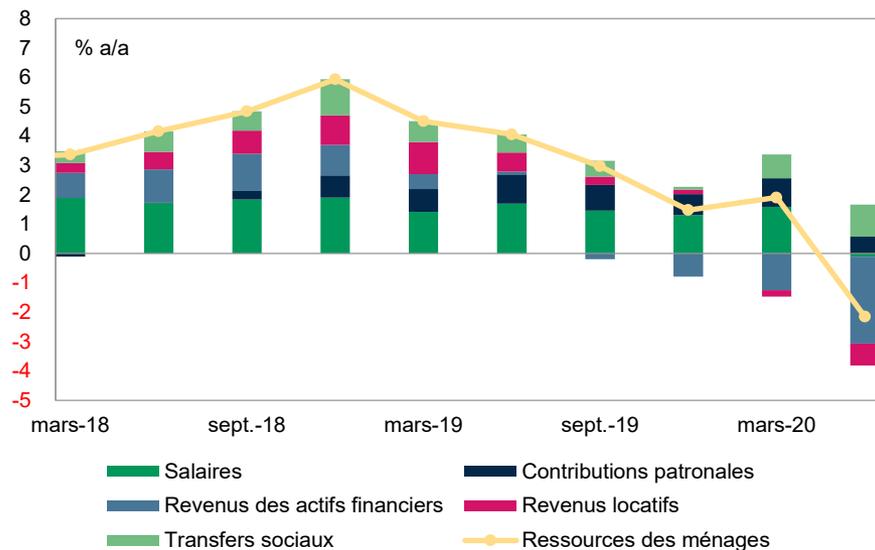
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

*Support Scheme* (JSS). Celui-ci est destiné aux employés qui travaillent au minimum 33% de leur temps de travail habituel. Pour ces salariés, les employeurs devront payer au minimum 55% du salaire habituel et l'État 22%. Ce dispositif a été étendu le 9 octobre dernier pour couvrir les entreprises qui seront obligées d'arrêter de fonctionner, en raison des restrictions gouvernementales, avec une aide de l'État s'élevant à 67% du salaire de l'employé (sans contribution exigée de la part de l'employeur au salaire).

# LA TRAME DE NOTRE SCENARIO

## CONSOMMATION DES MÉNAGES : FAIBLESSE DES FONDAMENTAUX

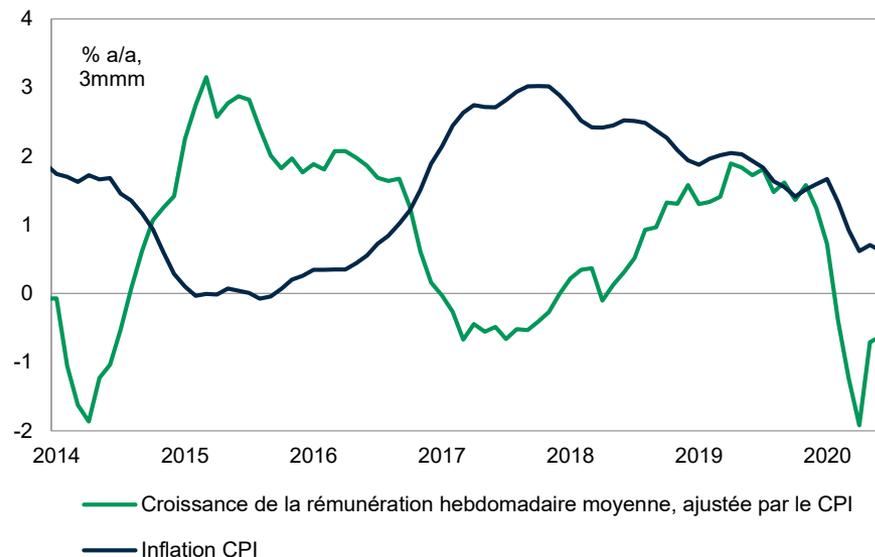
### Contributions à la croissance des ressources des ménages



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

La prudence dans les comportements de consommation devrait perdurer aussi longtemps que la pandémie persistera et au moins jusqu'à ce qu'un vaccin voie le jour. Les domaines les plus à risque sont évidemment le tourisme et les activités sociales, qui impliquent d'importants contacts humains. Si les mesures gouvernementales restreignent la consommation de services, la consommation de biens pourrait continuer de profiter d'un certain effet de substitution ; mais plus fondamentalement, la hausse du taux de chômage et l'incertitude sur les revenus futurs devraient peser sur la consommation totale des ménages.

### La rémunération réelle de nouveau en territoire négatif



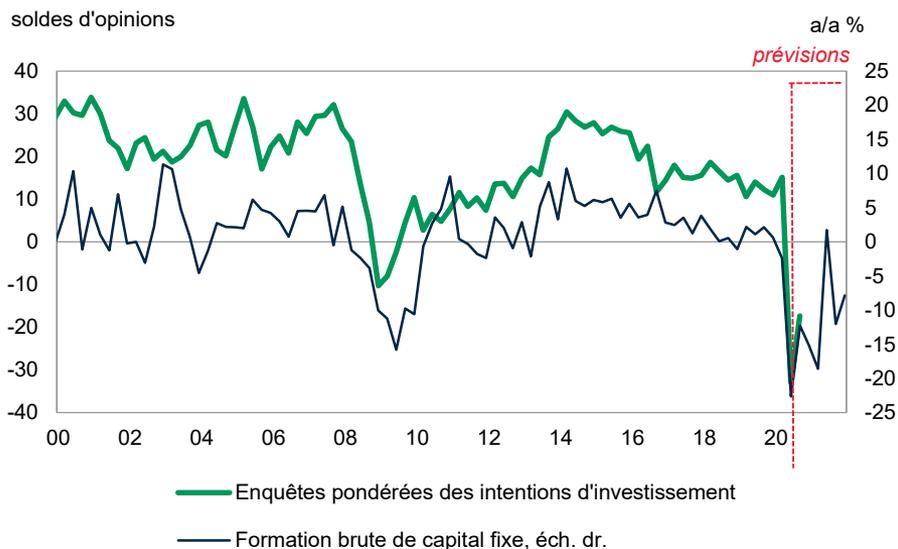
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

La croissance de la rémunération totale a été inchangée sur un an au mois d'août sous l'effet d'une baisse des bonus qui compense une croissance positive des salaires. Cette dernière a baissé à 0,8%, depuis 2,9% en février. Si le recul de l'inflation apporte un peu d'oxygène au pouvoir d'achat, les pressions sur les salaires devraient rester faibles, en raison des anticipations d'une lente décréue des capacités non utilisées sur le marché du travail. La réallocation sectorielle de ces capacités sera d'autant plus longue et coûteuse qu'une grande partie des emplois supprimés devrait concerner des secteurs à faible productivité et à faible qualification.

# LA TRAME DE NOTRE SCENARIO

## LES INCERTITUDES PÈSENT SUR L'INVESTISSEMENT À COURT ET MOYEN TERME (COVID-19, BREXIT, TENSIONS COMMERCIALES GLOBALES, ...)

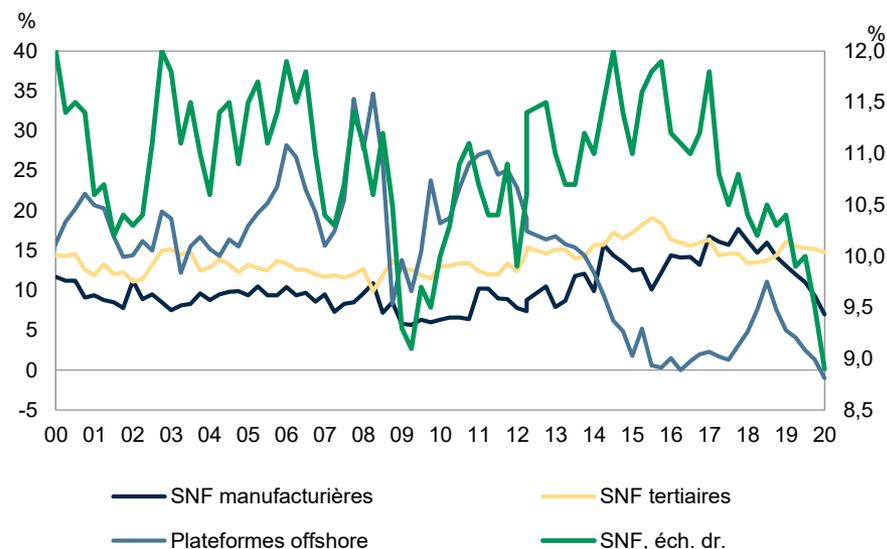
### La reprise de l'investissement s'annonce ardue



Sources : BCC, ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Les intentions d'investissement des entreprises ont rebondi au troisième trimestre, mais restent à des niveaux inférieurs à la crise de 2008. Selon l'enquête *Agents' scores* de la BoE, les plans d'investissement sont annulés ou reportés en raison de l'incertitude, en particulier dans les secteurs de l'aviation, de l'automobile et des industries pétrolières. Les investissements réalisés concernent surtout les équipements essentiels et la maintenance, plutôt que des projets discrétionnaires ou stratégiques. Dans certains cas, l'investissement s'est accéléré pour améliorer les services en ligne, permettre le travail à distance ou protéger les employés du virus.

### Taux de profitabilité des entreprises sous pression (données au premier trimestre)



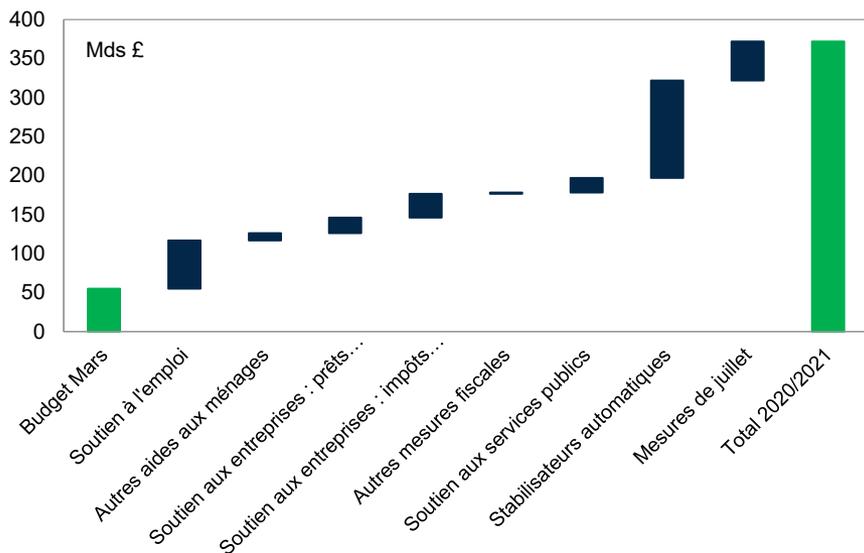
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Alors que l'emploi et les salaires ont été largement préservés au cours de la première moitié de l'année, la productivité a fortement baissé (-1,8% au deuxième trimestre, sa plus forte baisse depuis quatre ans), en raison d'une chute de l'*output* (-21,5%) plus prononcée que celle du nombre d'heures travaillées (-20%). La croissance des coûts unitaires de travail a ainsi littéralement explosé, atteignant 27,4% sur un an au deuxième trimestre. La profitabilité qui était déjà sous pression avant la Covid-19, devrait s'être détériorée de manière inédite au deuxième trimestre.

# LA TRAME DE NOTRE SCENARIO

## UN STIMULUS BUDGÉTAIRE EXCEPTIONNEL QUI DEVRAIT S'ESTOMPER

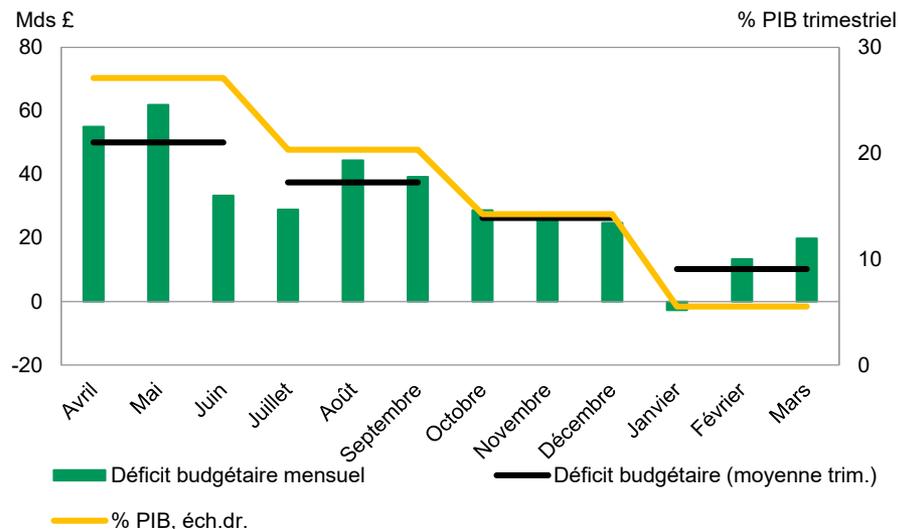
### Le déficit budgétaire pourrait atteindre 370 Mds £ cette année (17% du PIB)



Sources : OBR, HM Treasury, Crédit Agricole SA / ECO

Le gouvernement a fourni un soutien exceptionnel aux ménages et aux entreprises en lien avec la crise de la Covid-19 à travers des dispositifs de soutien à l'emploi et aux revenus, des subventions, des prêts et des garanties aux entreprises, des allègements fiscaux, etc. Selon les dernières estimations de l'OBR (avant mesures de septembre), l'impact direct des mesures discrétionnaires sur le déficit budgétaire s'élève à 192 Mds £ pour l'année fiscale en cours (près 9% du PIB annuel).

### L'essentiel du stimulus concerne surtout le T2 et le T3 2020



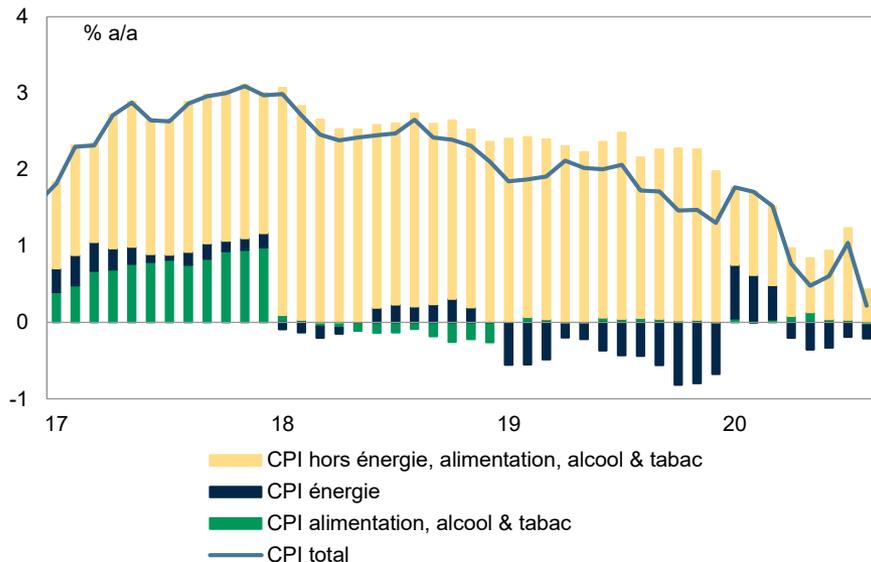
Sources : OBR, Crédit Agricole SA / ECO

Selon les estimations de la BoE, plus de la moitié des 192 Mds £ de mesures discrétionnaires en réponse à la Covid (hors mesures de septembre, dont elle n'a pas fourni d'estimations), sont concentrées au deuxième trimestre, soit 108 Mds £ (ou 19% du PIB trimestriel moyen en 2019). Le soutien fiscal et budgétaire diminuerait au troisième trimestre à 54 Mds £, tout en restant significatif (10% du PIB trimestriel), pour tomber à 15 Mds £ en moyenne au T4 2020 et au T1 2021.

# LA TRAME DE NOTRE SCENARIO

## L'INFLATION DEVRAIT RESTER VOLATILE ET SOUS LA CIBLE DE LA BOE

### Contributions à l'inflation des prix à la consommation



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

L'inflation CPI était brièvement montée à 1% en juillet, avant de rechuter à 0,2% au mois d'août. Les différentes mesures mises en place par le gouvernement dans le cadre du coronavirus vont continuer de générer une forte volatilité de l'inflation à court terme. La TVA a été réduite de 20% à 5% dans les secteurs du tourisme, de l'hôtellerie et de la restauration. Initialement prévue du 15 juillet au 12 janvier, cette mesure a été étendue jusqu'à fin mars. Elle est susceptible de soustraire 0,8 point de pourcentage au taux d'inflation au cours de sa période de vigueur et l'augmenter d'autant, lorsque la TVA à 20% sera restaurée.

### L'inflation CPI devrait flirter avec zéro à court terme



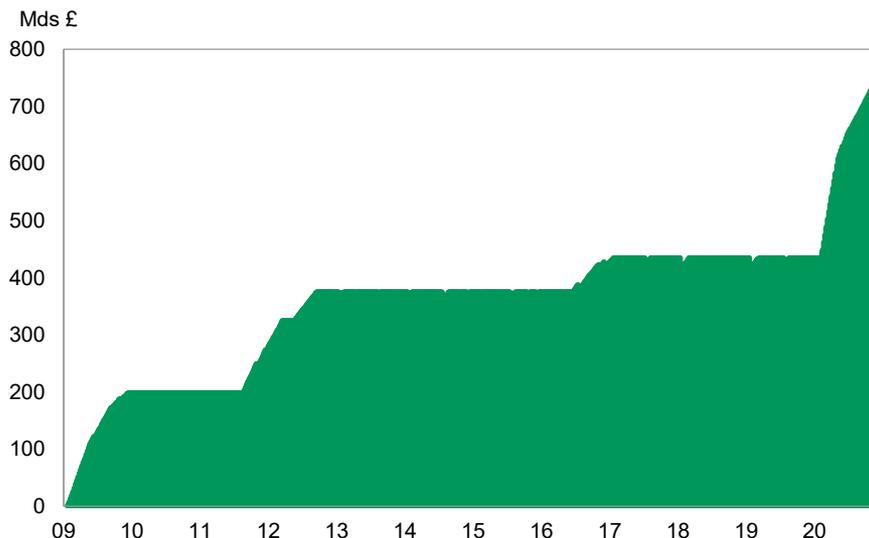
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

L'inflation totale devrait ré-accélérer courant 2021 avec la dissipation des effets liés à la baisse des prix de l'énergie et le rétablissement de la TVA à 20% dans la restauration. Mais l'inflation sous-jacente devrait rester plus faible. Les fondamentaux de la demande devraient être globalement désinflationnistes (chômage élevé, baisse du stimulus budgétaire, resserrement des conditions de crédit). En outre, la livre sterling devrait s'apprécier, si un accord de libre-échange était trouvé dans les prochaines semaines, comme nous l'anticipons dans notre scénario central, ce qui devrait peser un peu plus sur l'inflation importée.

# LA TRAME DE NOTRE SCENARIO

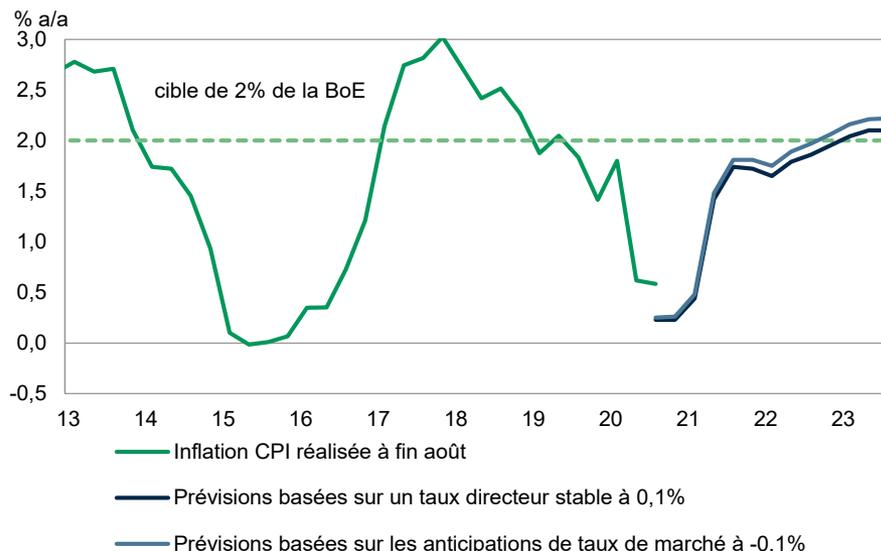
## BANQUE CENTRALE D'ANGLETERRE : BIAIS ACCOMMODANT ET TAUX NÉGATIFS À L'ÉTUDE

### Le programme d'achats a prévu d'atteindre 745 Mds £ en fin d'année (36% du PIB)



Sources : BoE, Crédit Agricole SA / ECO

### La BoE anticipe une ré-accélération de l'inflation en 2021 et un retour vers sa cible d'ici deux ans



Sources : BoE August report, Crédit Agricole SA / ECO

Malgré des révisions à la hausse assez significatives de ses prévisions de croissance et d'inflation (dus à des données plus fortes que prévu) la BoE garde un biais accommodant en raison des risques baissiers et étudie la possibilité de taux directeurs négatifs (depuis 0,1% actuellement). Une décision en ce sens ne nous semble pourtant pas imminente. Au mois de septembre, les minutes du MPC indiquaient que « la BoE et la PRA commenceraient à réfléchir de manière structurée aux aspects opérationnels (des taux directeurs négatifs) au quatrième trimestre 2020 ». Un mois plus tôt, la BoE semblait moins disposée à mettre en œuvre des taux directeurs négatifs dans la conjoncture actuelle, en raison de leur possible impact sur les bilans des banques. Parallèlement, la projection du mois d'août tablait sur une remontée de l'inflation (CPI) à 2% fin 2022, suggérant que des taux d'intérêt négatifs n'ont pas une influence déterminante sur les projections d'inflation de la BoE. Nous admettons que la probabilité d'une baisse du taux directeur a augmenté, mais nous continuons à exclure le passage du taux directeur en territoire négatif cette année dans notre scénario central. En revanche, nous anticipons une annonce de 100 Mds £ d'achats de titres supplémentaires par la BoE, lors de sa prochaine réunion en novembre.

# SOMMAIRE

- 1 Résumé de notre scénario
- 2 La crise de la Covid-19 et les dernières évolutions conjoncturelles
- 3 La trame de notre scénario
- 4 | Focus *Brexit* : dernière ligne droite

# FOCUS BREXIT : DERNIÈRE LIGNE DROITE

## VERS UN BREXIT « DUR » AU 31 DÉCEMBRE 2020

### *Un accord est-il toujours possible ?*

Le climat de tension s'est aggravé au cours des dernières semaines et tout particulièrement après le projet de loi controversé du Royaume-Uni sur le marché intérieur, au travers duquel le gouvernement britannique menace de ne pas respecter certaines dispositions de l'Accord de retrait signé en octobre 2019, notamment le Protocole sur l'Irlande du Nord. Le problème est que ce projet de loi donne aux ministres britanniques le pouvoir de ne pas appliquer ou de modifier unilatéralement les règles d'exportation, telles que les déclarations douanières ou d'autres procédures de sortie pour les marchandises transportées de l'Irlande du Nord vers le reste du Royaume-Uni. Le Royaume-Uni n'ayant pas retiré ce projet de loi à la fin du mois de septembre, l'UE a entamé une procédure judiciaire à l'encontre du Royaume-Uni.

Le [Sommet européen](#) du 15 octobre a tranché sur le manque d'avancée sur les points d'intérêt pour l'Union et la nécessité de poursuivre les négociations dans les prochaines semaines. Le temps pour trouver un accord est compté : il ne reste plus que 74 jours jusqu'à la fin de la transition le 31 décembre prochain et une dizaine de jours jusqu'au 31 octobre, date que Michel Barnier avait fixée comme dernier délai pour

obtenir un accord et laisser le temps nécessaire au Parlement européen de le ratifier.

Les négociations semblent devoir se poursuivre dans les prochains jours, sous la pression du monde des affaires, nourrissant toujours l'espoir d'un accord de dernière minute. Il ne fait aucun doute que le Royaume-Uni et l'UE ont tout intérêt, sur le plan économique et politique, à trouver un accord, d'autant plus que la Covid-19 a fortement détérioré les perspectives économiques. Malgré toute la rhétorique de Boris Johnson, une absence d'accord sera préjudiciable au Premier ministre britannique, dont la [popularité](#) est déjà en forte baisse. Un accord n'est possible que si les deux parties font des concessions majeures sur les points d'achoppement clés (la gouvernance, la pêche et les garanties de concurrence équitables).

### *Les entreprises doivent être prêtes pour les contrôles sur la frontière*

Après être officiellement sorti de l'UE le 31 janvier dernier et devenu pays tiers, le **Royaume-Uni sortira du marché unique et de l'union douanière (Brexit « dur ») le 31 décembre à minuit** (heure de Bruxelles). Ce sera soit avec un accord de libre-échange (ALE) partiel, soit sans accord (« *No-deal* »)

sous le régime de l'OMC. L'un et l'autre impliquent des barrières importantes au commerce entre le Royaume-Uni et l'UE. Ce *Brexit* « dur » découle à la fois du manque de temps pour négocier un partenariat ambitieux et du manque d'ambition de la part des Britanniques.

**Qu'il y ait un accord ou pas, des barrières à la libre circulation des biens, des services, des capitaux et des personnes vont voir le jour après le *Brexit*.** Elles vont entraver les échanges du Royaume-Uni non seulement avec les pays de l'UE, mais aussi avec les pays tiers avec lesquels il n'aura pas répliqué les accords commerciaux de l'UE (*cf. infra*). Dans son [modèle sur la frontière](#) avec l'UE, le gouvernement britannique a détaillé les procédures douanières et les formalités administratives que doivent respecter les entreprises exportatrices à la frontière avec l'UE après la transition. Les estimations officielles font état de 215 millions de déclarations douanières en moyenne par an pour les entreprises britanniques qui exportent et importent depuis l'UE (le double si on ajoute les procédures en miroir pour les contreparties européennes). Elles nécessitent l'embauche de 50 000 nouveaux agents douaniers et représenteraient un coût de 7 milliards de livres pour les entreprises britanniques.

# FOCUS BREXIT : DERNIÈRE LIGNE DROITE

## VERS UN BREXIT « DUR » AU 31 DÉCEMBRE 2020

### ***Un accord de dernière minute ne serait que de faible portée***

Nous nous attendons toujours à ce qu'un accord soit finalement trouvé, bien qu'il ne s'agisse probablement que d'un accord limité, axé sur les marchandises. Il devrait éviter les barrières quantitatives au commerce (droits de douane, quotas), mais ne permettrait pas d'éviter d'importantes barrières non tarifaires qui devraient entrer en vigueur immédiatement après la fin de la période de transition. Ces barrières non tarifaires concernent les divers contrôles et procédures douanières, dont des tests sanitaires et phytosanitaires, des contrôles des règles d'origine, des licences et homologations. Dans les services, des frictions dans le commerce transfrontalier auront lieu dans les domaines où des équivalences ne sont pas en place. Étant donné les désaccords en matière de garanties de concurrence équitable et le manque de temps pour ratifier un accord mixte, la couverture des services devrait être partielle.

Par rapport à un « *No-deal* », un ALE présenterait l'avantage d'inclure une possible période d'implémentation d'une durée déterminée, afin de permettre aux deux parties de continuer à négocier un accord plus complet. Cependant, même dans ce scénario, l'incertitude devrait persister et continuer de restreindre l'investissement et la confiance des entreprises, ce qui sera défavorable aux perspectives économiques à long terme. Que l'UE et le Royaume-Uni conviennent d'un accord sur les produits de base uniquement ou quelque chose de plus global, il y aura de nouvelles barrières commerciales et une couverture limitée des services.

### ***Le processus du Brexit se poursuivra après le 1<sup>er</sup> janvier 2021***

Un accord de libre-échange permettrait d'atténuer le choc en évitant la mise en place de barrières tarifaires au commerce avec les pays de l'UE et en diminuant l'incertitude réglementaire, mais constituera néanmoins un *Brexit* « dur ». Il marquera le début d'un

long processus de désintégration économique et réglementaire avec l'UE aux conséquences économiques significatives. Comme l'explique [\*The Institute for Government\*](#), certains aspects de l'accord pourraient prendre des mois, voire des années, à mettre en place et les négociations dans certains domaines pourraient continuer.

Qu'il y ait accord ou non, les entreprises auront besoin de temps pour s'adapter aux nouvelles conditions. L'accès au marché unique sera moins fluide et plus coûteux pour les entreprises et les consommateurs en termes de commerce de biens et de services, tandis que les capitaux et la main-d'œuvre circuleront moins librement. En particulier, l'incertitude découlant des perspectives de divergence croissante des réglementations de part et d'autre impliquera des frictions plus grandes dans le commerce des services. À long terme, certaines entreprises ne pourront peut-être pas supporter les coûts supplémentaires dans le commerce avec l'UE et devront cesser leur activité.

# FOCUS BREXIT : DERNIÈRE LIGNE DROITE

## VERS UN BREXIT « DUR » AU 31 DÉCEMBRE 2020

### *Le Royaume-Uni est-il préparé pour la fin de la transition ?*

Le gouvernement britannique s'est préparé à quatre reprises à un « *No-deal* » au cours de l'année dernière – avant le 29 mars 2019, le 12 avril 2019, le 31 octobre 2019 et le 31 janvier 2020. Il a [publié](#) une multitude de notes techniques pour les entreprises, dont une centaine de pages sur les procédures à la frontière. Mais de nombreux domaines manquent encore de clarté (voir [BCC's guidance dashboard](#)). C'est notamment le cas des contrôles douaniers qui doivent être mis en place dans le cadre du Protocole sur l'Irlande du Nord, qu'il y ait un accord ou pas.

Dans un [discours](#) du 23 septembre dernier sur les préparatifs pour la fin de la période de transition, Michael Gove indique que même si 78% des entreprises ont entrepris de se préparer au *Brexit*, seulement 24% pensent être totalement prêtes. 43% des entreprises croyaient toujours que la période de transition allait être étendue, même si la *deadline* pour demander une extension est passée depuis longtemps et que la sortie du marché unique et de l'union douanière était inscrite dans la loi. Dans un *worst-case scenario* où seules 50 à 70% des grandes entreprises et 20 à 40% des PME étaient prêtes pour les nouvelles règles d'exportation vers l'UE, les flux transfrontaliers pourraient être réduits de 60 à 80% par rapport au niveau normal et, dans de telles circonstances, cela pourrait entraîner des files d'attente allant jusqu'à 7 000 poids

lourds dans le Kent.

### *Les négociations avec le reste du monde à mi-chemin*

Jusqu'au 31 décembre 2020, le Royaume-Uni continue de bénéficier des accords commerciaux de l'UE avec des pays tiers (41 accords commerciaux avec 72 pays). Mais à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2021, les accords commerciaux de l'UE ne s'appliqueront plus au Royaume-Uni, puisque celui-ci sera sorti de l'union douanière. Le Royaume-Uni cherche, par conséquent, à répliquer les accords de l'UE existants. Les pays, avec lesquels il n'aura pas réussi à négocier un accord commercial, imposeront des droits de douane sur leurs importations de biens depuis le Royaume-Uni dans le cadre des règles de l'OMC. En revanche, le Royaume-Uni mettra en place son [nouveau régime tarifaire](#) (droits de douane supprimés pour 60% des produits importés). Le Royaume-Uni s'était fixé comme priorité de négocier des accords de libre-échange avec l'UE, les États-Unis, l'Australie, la Nouvelle-Zélande et le Japon. Son objectif est de signer des ALE avec des pays qui couvrent 80% du commerce britannique au cours des trois prochaines années, pour devenir « *a truly Global Britain* ».

Jusqu'à présent, le Royaume-Uni a [signé](#) 22 accords commerciaux avec une cinquantaine de pays (dont la Suisse et la Corée du Sud), représentant 7% de ses exportations de biens en 2019. Il est actuellement en

discussion pour établir des accords commerciaux avec 16 pays supplémentaires (dont le Canada, le Mexique, Singapour et la Turquie), représentant moins de 6% de ses exportations de biens.

Un accord de principe a été [trouvé](#) avec le Japon (11 septembre 2020) et doit être ratifié dans les prochains mois. Selon les [estimations](#) officielles du gouvernement, il ne devrait augmenter le PIB britannique que de 0,07% sur le long terme. Une hausse anticipée des importations depuis le Japon (+80%) beaucoup plus importante que celle des exportations vers le Japon (+20%) conduirait à une spécialisation accrue et une réallocation des ressources entre secteurs et vers les entreprises plus productives. En 2019, le Japon représentait 1,9% des exportations de biens britanniques et autant de ses importations totales.

Enfin, des accords de reconnaissance mutuelle ont été signés avec les États-Unis, l'Australie et La Nouvelle-Zélande.

Il est très peu probable que le Royaume-Uni soit en mesure de compenser la perte d'avantages découlant de l'adhésion à l'UE par des accords commerciaux avec d'autres pays. L'effet compensatoire sur le PIB de la signature de nouveaux accords commerciaux avec le reste du monde est estimé par le gouvernement britannique à 0,2 point de pourcentage sur quinze ans.

# FOCUS BREXIT : DERNIÈRE LIGNE DROITE

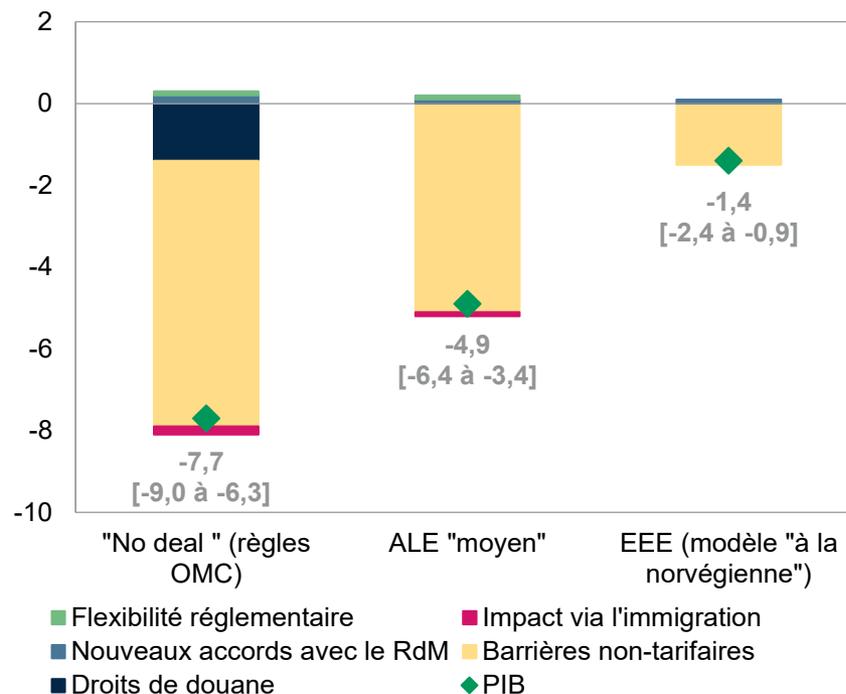
## QUEL IMPACT D'UN BREXIT « DUR » ?

La plupart des études, y compris l'analyse du gouvernement britannique, montrent qu'un scénario de « *No-deal* » et un ALE seront tous deux très coûteux pour l'économie britannique. Selon les [estimations](#) du gouvernement britannique, un « *No-deal* » réduirait potentiellement le PIB de 7,7% (fourchette de -6,3% à -9%) sur le long terme par rapport à une adhésion à l'UE (sous l'hypothèse que les dispositions sur le mouvement des personnes restent inchangées). La majeure partie de l'impact se ferait sentir au travers des effets sur le commerce, pour lequel le gouvernement britannique estime un impact de -7,6%, avec une baisse des volumes échangés de 37% avec l'UE et une hausse des volumes commerciaux avec le reste du monde de 6%. Une hausse des barrières non tarifaires explique la majeure partie de cet impact (-6,5 points de pourcentage), suivie par une hausse des barrières tarifaires dont l'impact est estimé à 1,4 point de pourcentage. Au 1<sup>er</sup> janvier 2021, l'UE appliquera ses tarifs OMC sur les biens importés depuis le Royaume-Uni. Le Royaume-Uni appliquera son nouveau régime tarifaire tel qu'[annoncé](#) en mai 2020. Des droits de douane seront supprimés pour 60% des produits importés, mais certaines industries (dont l'automobile, la pêche et l'agro-alimentaire) se verront imposer des droits de douanes.

Dans le cas d'un *Brexit* avec un ALE, les barrières tarifaires entre le Royaume-Uni et l'UE seraient supprimées (pour les produits qui respectent les conditions d'origine), ainsi qu'une partie des barrières non-tarifaires. Un ALE permettrait ainsi d'atténuer l'impact sur le PIB. Celui-ci est estimé à près de 5% sur quinze ans. Les entreprises qui exportent vers l'UE devront subir de nouvelles procédures aux douanes et des contrôles réglementaires à la frontière qui n'existent pas actuellement. **Des contrôles des règles d'origine s'imposeront. Les entreprises dont les produits exportés ne représentent pas assez de valeur ajoutée locale, risquent de se voir imposer des droits de douane sur leurs exportations vers l'UE, même en cas d'accord commercial (par exemple dans le secteur automobile, agro-alimentaire, etc.).**

## Impact sur le PIB à long terme

Variation du PIB sur quinze ans par rapport au niveau qu'il aurait si le Royaume-Uni restait dans l'UE, %



Sources : Gouvernement britannique, « EU exit, Long term economic analysis, November 2018 »

# CONSULTEZ NOS DERNIÈRES PARUTIONS EN ACCÈS LIBRE SUR INTERNET

| Date       | Titre  | Thème              |
|------------|--|--------------------|
| 19/10/2020 | <a href="#">UE – Les raisons de fond du retard du Fonds de reprise et de résilience européen</a>                             | UE                 |
| 16/10/2020 | <a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>  | Monde              |
| 14/10/2020 | <a href="#">Pays Émergents – FMI : comme un grand cri dans le désert ?</a>   | Géopolitique       |
| 09/10/2020 | <a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>  | Monde              |
| 09/10/2020 | <a href="#">France – Scénario 2020-2021 : un rebond entouré d'incertitudes</a>   | France             |
| 08/10/2020 | <a href="#">Podcast – Le marché de l'immobilier épargné par le coronavirus ?</a>   | France, immobilier |
| 08/10/2020 | <a href="#">Royaume-Uni – L'ONS confirme la baisse du PIB de près de 20% au T2</a>   | Royaume-Uni        |
| 07/10/2020 | <a href="#">BCE – Le passé n'est pas que le passé, il est aussi le futur</a>   | BCE                |
| 05/10/2020 | <a href="#">Zone euro – Scénario macro-économique 2020-2021 : la carte de la résilience pour écarter le scénario du pire</a> | Zone euro          |
| 05/10/2020 | <a href="#">France – Sociétés non financières : hausse de l'endettement et risques de défaillances</a>                       | France             |
| 02/10/2020 | <a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>  | Monde              |
| 02/10/2020 | <a href="#">Monde – Scénario macro-économique 2020-2021 : tous sont égaux, mais certains sont plus égaux que d'autres...</a> | Monde              |
| 01/10/2020 | <a href="#">France – Projet de loi de finances pour 2021 : déficit public, 6,7% du PIB après 10,2% en 2020</a>               | France             |

Slavena NAZAROVA



Slavena.nazarova@credit-agricole-sa.fr



*Achévé de rédiger le 19 octobre 2020*



**MERCI DE VOTRE  
ATTENTION**

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

Nos publications économiques non confidentielles sont également accessibles sur l'application « Études Eco » disponible sur [l'App Store](#) et sur [Google Play](#)

**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 :** Fabienne Pesty

Contact : [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto:publication.eco@credit-agricole-sa.fr)

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.