



**Sofia Tozy**

# ITALIE SCÉNARIO 2023-2024

## UNE CROISSANCE EN PANNE

Octobre 2023

AGIR CHAQUE JOUR DANS VOTRE INTÉRÊT  
ET CELUI DE LA SOCIÉTÉ



ÉTUDES ÉCONOMIQUES GROUPE

## 1 | Synthèse

Dernières évolutions conjoncturelles

La trame de notre scénario

Focus

# NOTRE SYNTHÈSE

## UNE CROISSANCE EN PANNE

Le ralentissement perçu au cours du premier semestre semble se concrétiser. Après avoir résisté au choc inflationniste, les conséquences d'un environnement international dégradé et de la montée des incertitudes pèsent sur la croissance italienne. L'industrie et la construction, les deux moteurs de la reprise *post-Covid*, sont à la traîne et ne devraient pas reprendre de sitôt. Après avoir fait face aux pressions sur les coûts de production, les industriels devront se confronter au ralentissement de la demande aussi bien domestique qu'extérieure, qui, après avoir pénalisé le secteur des biens intermédiaires, se propage à celui des biens durables. La croissance dans les services ne devrait que partiellement compenser le ralentissement dans les autres secteurs d'activité. Les services semblent également être rattrapés par l'environnement conjoncturel défavorable, avec des enquêtes qui indiquent un freinage de l'activité et des anticipations en berne.

Dans ce contexte, **l'investissement devrait ralentir sensiblement et se contracter sur une base trimestrielle. Les effets d'acquis favoriseront une croissance positive en 2023, mais le resserrement des condi-**

**tions de financement et les conséquences de la faiblesse de la demande sur la décision d'investir devraient entraîner un repli de l'investissement en 2024.** Dans la construction, la fin des subventions, qui permettaient de compenser jusqu'ici les pressions sur les coûts, devrait se traduire par un fort recul de l'investissement en logement. Ce dernier ne sera que faiblement compensé par l'investissement en travaux publics toujours soutenu par les fonds issus du plan de relance.

La demande domestique devrait néanmoins bénéficier du maintien de la consommation des ménages. En effet, **la poursuite du processus de désinflation, une croissance des revenus encore positive, soutenus par un marché du travail robuste et des mesures budgétaires en faveur du pouvoir d'achat, devraient porter la consommation. Cette croissance restera néanmoins modérée à 1,3% en 2023, bien en deçà des niveaux observés en 2022.** Plusieurs facteurs devraient contribuer à cette modération : le ralentissement du cycle de consommation des biens durables qui a soutenu la consommation après la pandémie, des effets de richesse négatifs notamment suite au ralentissement

des prix dans l'immobilier et une diminution de l'épargne accumulée pendant la période pandémique. En outre, la hausse des incertitudes devrait encourager des comportements d'épargne de précaution.

En ce qui concerne les comptes extérieurs, **la faiblesse de la demande, en provenance de l'Allemagne et de l'Asie, pénalise les entreprises exportatrices italiennes.** Les exportations ont reculé au deuxième trimestre, et cette tendance semble s'être poursuivie pendant les mois d'été. Les importations, qui avaient fortement augmenté pendant le pic de la crise énergétique, sont également en recul depuis le début de l'année, ce qui devrait limiter la contribution négative découlant de la baisse des ventes vers le reste du monde. De plus, le secteur du tourisme, qui devait compenser le ralentissement de l'industrie manufacturière, ne semble pas avoir les performances attendues.

**En résumé, la croissance italienne devrait fortement ralentir en 2023, passant de 3,7% à 0,7%. Elle devrait se stabiliser à 0,6% en 2024.**

# SOMMAIRE

1 Synthèse

2 | Dernières évolutions conjoncturelles

La trame de notre scénario

Focus

# DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

## UNE CROISSANCE EN PANNE

En résumé, la croissance italienne devrait fortement ralentir en 2023, passant de 3,7% à 0,7%. Elle devrait se stabiliser à 0,6% en 2024. La première moitié de l'année 2024 sera marquée par un environnement incertain et par les pleins effets du resserrement des conditions monétaires. La baisse de l'inflation et la réduction des taux d'intérêt directs en fin d'année devraient cependant favoriser une reprise relative de l'investissement. Cependant, ce scénario reste soumis à de nombreux risques, notamment en ce qui concerne l'hypothèse d'une

normalisation de l'inflation qui ne prend pas en compte d'éventuelles tensions sur le marché de l'énergie. Ce cas de figure pourrait entraîner un décalage dans l'inflexion de la politique monétaire. De plus, bien qu'une légère hausse du chômage soit anticipée, une dégradation plus marquée du marché de l'emploi, affectant négativement les revenus et le pouvoir d'achat des ménages, pourrait entraîner une croissance plus modérée de la consommation.

### Prévision de croissance

Italie	%	2022	2023	2024	2023				2024			
					T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB		3,7	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	0,6	<b>-0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>
Inflation		8,7	<b>6,0</b>	<b>2,5</b>	9,5	<b>7,8</b>	<b>5,7</b>	<b>1,5</b>	<b>2,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>
Consommation privée		5,0	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	0,6	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>
Investissement		10,1	<b>0,7</b>	<b>-0,4</b>	1,0	<b>-1,7</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>
Variation des stocks*		-0,7	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	0,6	<b>0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>
Exportations nettes*		-0,5	<b>-0,2</b>	<b>0,0</b>	-0,7	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>
Taux de chômage		8,1	<b>7,7</b>	<b>7,9</b>	7,9	<b>7,6</b>	<b>7,7</b>	<b>7,7</b>	<b>7,8</b>	<b>7,8</b>	<b>7,9</b>	<b>7,9</b>
Solde public (% PIB)		-8,4	<b>-5,3</b>	<b>-3,9</b>								

\*Contribution à la croissance du PIB

Source : Eurostat, Crédit Agricole SA/ECO

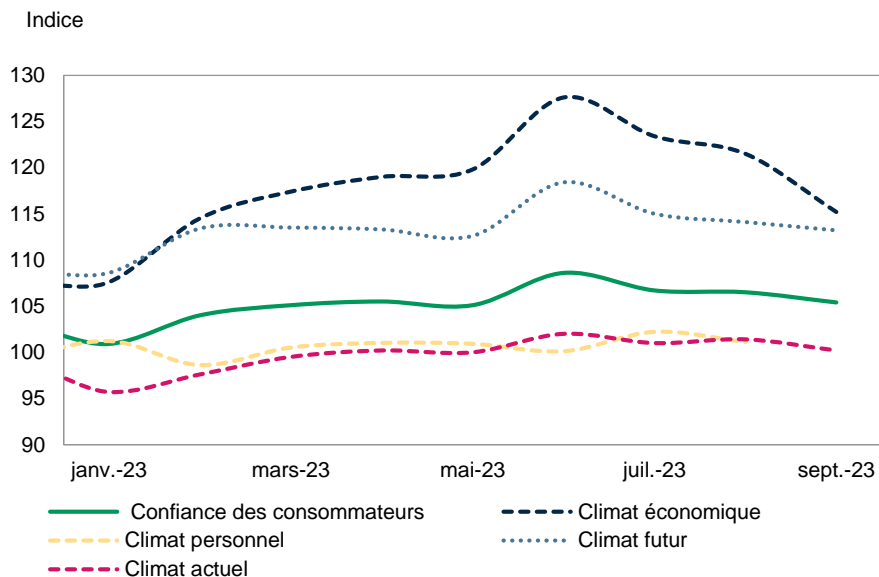
# DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

## BAISSE DE LA CONFIANCE DE TOUS LES AGENTS

En septembre, l'indice de confiance des consommateurs a baissé pour la troisième fois consécutive, atteignant son plus bas niveau depuis juin dernier. Le principal facteur qui se cache derrière la détérioration de l'indice est une perception dégradée de la situation économique générale par les ménages. Les craintes concernant une hausse du chômage se sont également accrues, tandis que les ménages font état d'une amélioration de leur situation financière. La baisse de la confiance touche également les entreprises et s'étend à

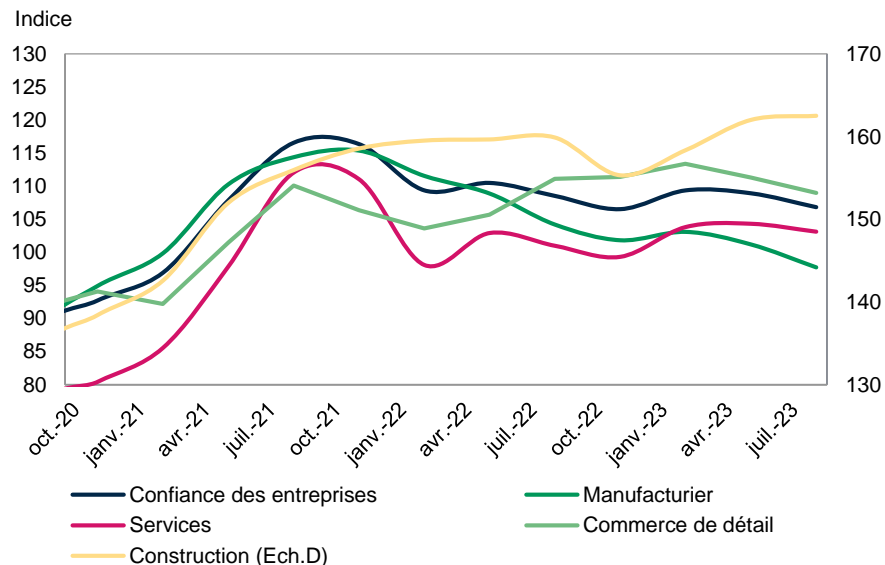
tous les secteurs d'activité, à l'exception de la construction. L'industrie, tout comme les services, signale des carnets de commande ainsi que des attentes de production en baisse. Dans le commerce de détail, ce sont principalement les évaluations des ventes qui se sont nettement détériorées, tandis que les prévisions de ventes ont légèrement diminué en raison de la baisse des stocks. Enfin, les entreprises rapportent une dégradation des conditions d'accès au crédit bancaire au troisième trimestre 2023.

### Confiance des consommateurs



Source : Istat, Crédit Agricole SA/ECO

### Confiance des entreprises

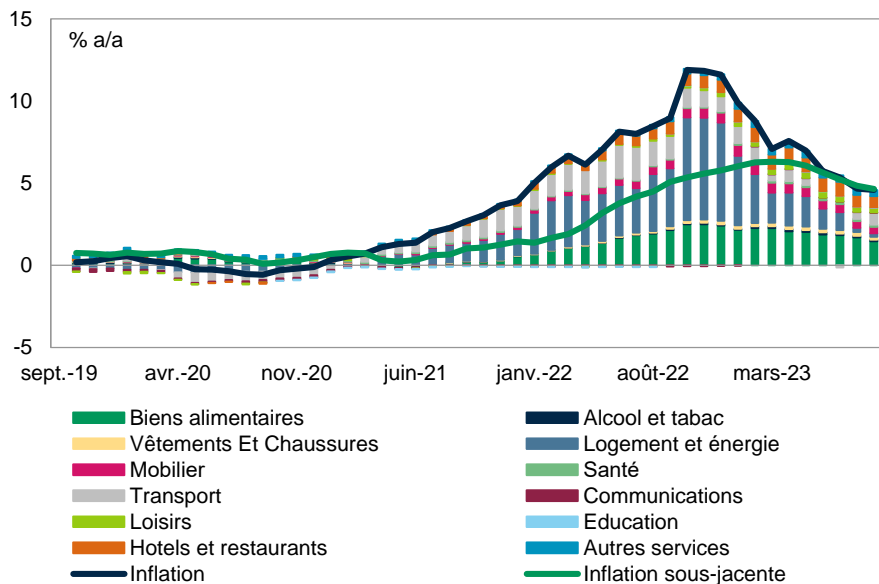


Source : Istat, Crédit Agricole SA/ECO

# DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

## RALENTISSEMENT DE L'INFLATION

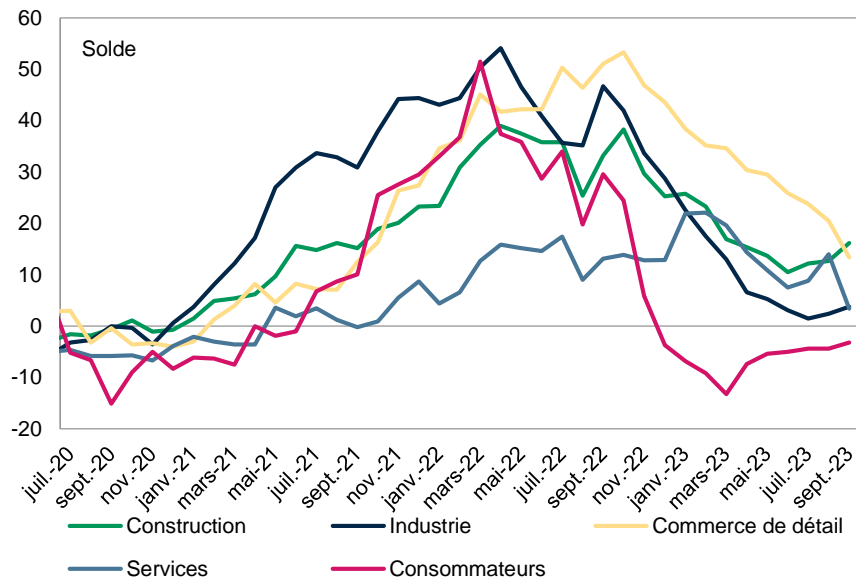
### Inflation



Source : Istat, Crédit Agricole SA/ECO

La baisse de l'inflation s'est poursuivie, mais à un rythme plus lent que prévu. En septembre, le taux d'inflation a légèrement reculé à 5,3%, contre 5,4% le mois précédent. Les prix de vente ont ralenti pour l'ensemble des catégories de biens, à l'exception de ceux de l'énergie non réglementés (passant de 5,7% à 7,6%) et des services de transports (passant de +1,2% à +3,8%), tous deux tirés par la hausse des prix des carburants. La tendance à la baisse de l'inflation a été davantage marquée pour les prix des biens alimentaires (passant de +9,7% à +8,6%) et les biens durables (passant de +4,6% à +4%). L'inflation sous-jacente, hors énergie et produits alimentaires frais, est également tombée à 4,6%, contre 4,8% le mois précédent. Sur le

### Anticipations d'inflation



Source : Istat, Crédit Agricole SA/ECO

trimestre, l'inflation est en nette diminution, passant de 7,5% au T2 à 5,5% au T3, tandis que l'inflation sous-jacente passe de 5,9% au deuxième trimestre, à 4,8% au troisième. Le recul des prix à la production et des prix à l'importation, de même que les anticipations à la baisse sur les prix de vente des entreprises, indiquent une poursuite du processus de désinflation pour les mois suivants. Cependant, ce dernier pourrait être moins rapide qu'attendu, atténué par la hausse des prix des carburants et de l'énergie. Afin de prendre en compte ses effets, notamment sur le premier trimestre 2024, la fin des tarifs réglementés sur le gaz, prévue pour janvier 2024, a été reportée de douze mois par le gouvernement.

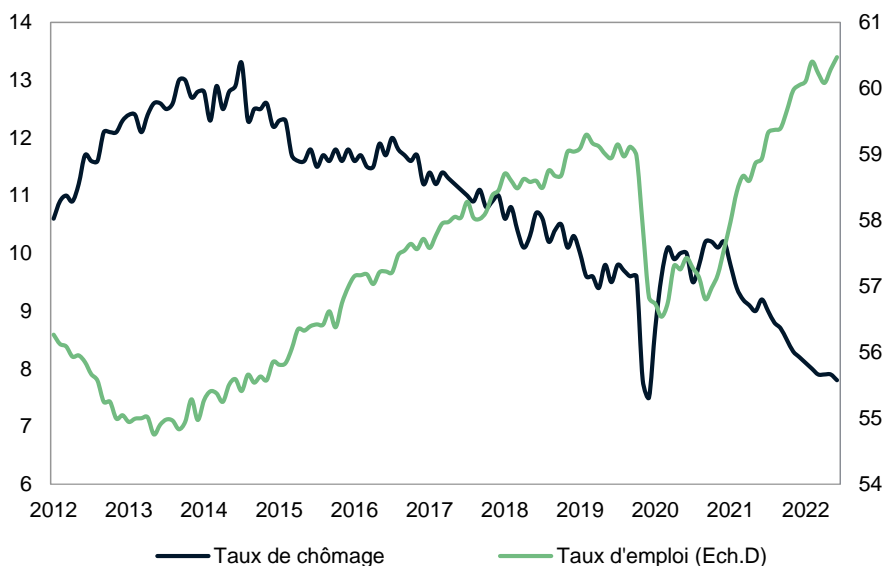
# DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

## L'EMPLOI SE MAINTIENT

L'emploi a renoué avec la croissance en août, après la baisse de juillet. En croissance de 0,3% par rapport au mois précédent, cette hausse a été tirée par une augmentation de l'emploi pour les contrats à durée indéterminée et pour les travailleurs indépendants. Le taux d'emploi a également progressé et s'élève à 61,5%, soit +0,1 point par rapport à juillet et +1,4 point par rapport à août 2022. Parallèlement, le taux de chômage a reculé pour atteindre 7,3%, soit une baisse de 0,3 point par rapport au mois précédent. Avec cette performance, le

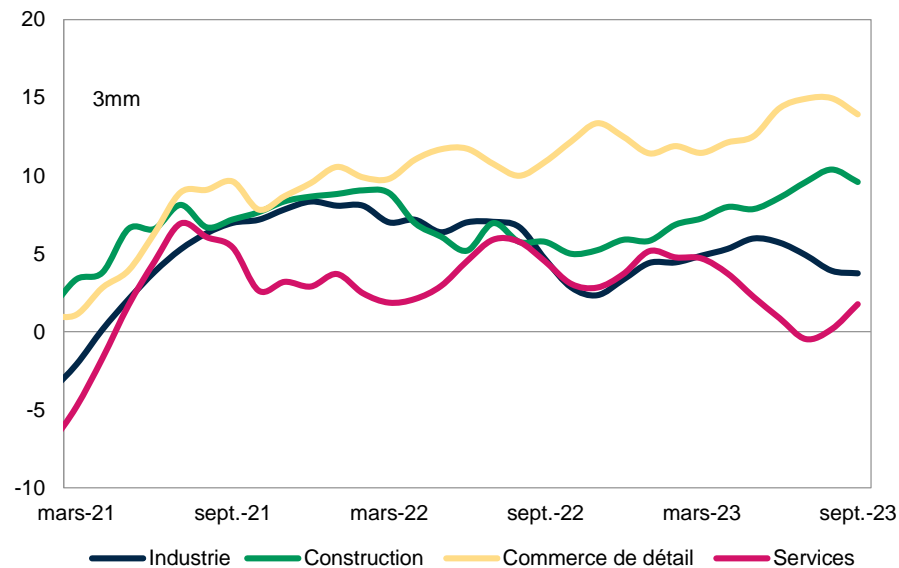
marché du travail continue de prouver sa robustesse. Malgré la baisse de l'emploi en juillet, l'acquis pour le trimestre reste positif, et le taux de chômage atteint le point bas enregistré en janvier 2009. Néanmoins, les enquêtes indiquent depuis un peu plus d'un trimestre une baisse des anticipations d'embauche dans l'industrie, dans la construction et, plus récemment, dans le commerce de détail.

### Marché du travail



Source : Istat, Crédit Agricole SA/ECO

### Perspectives d'emploi



Source : Istat, Crédit Agricole SA/ECO



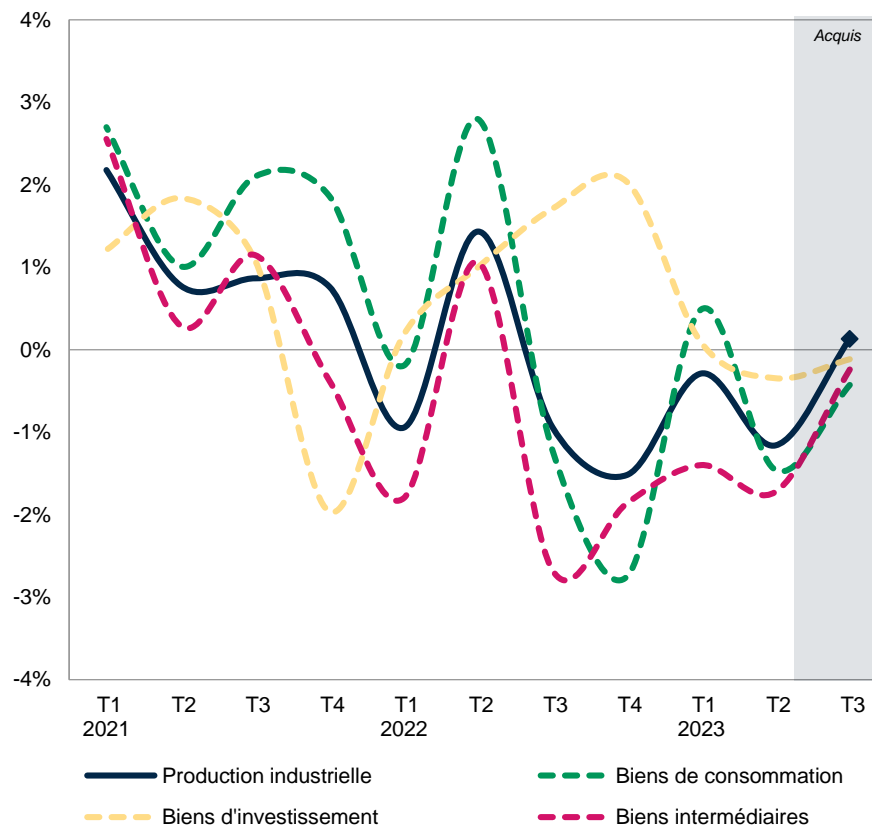
# DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

## L'INDUSTRIE ENCORE EN DIFFICULTÉ

Après le repli enregistré en juillet, l'indice de production industrielle a augmenté de 0,2% en août par rapport au mois précédent et a diminué de 4,2% par rapport à août 2022. Cette reprise est imputable à la hausse de la production dans les biens de consommation, en particulier les biens de consommation durables. Sur un an, seuls les biens d'investissement enregistrent une performance positive. Par secteur d'activité, les branches de l'industrie du papier-bois, du textile et de l'habillement, et des équipements électriques enregistrent les plus fortes baisses par rapport à leur niveau de 2022, tandis que l'industrie pharmaceutique et le matériel de transport se démarquent par des performances positives par rapport à l'été 2022. Ces deux secteurs d'activité, de même que la fabrication de matériel électrique, semblent être les moins impactés par le choc énergétique.

Avec cette performance en août, l'acquis de production industrielle reste légèrement positif pour le troisième trimestre, à 0,1%. Cependant, les enquêtes laissent à penser que cette reprise constitue davantage une pause dans le cycle de baisse que le début d'un changement de tendance. En effet, les enquêtes menées auprès des entreprises industrielles indiquent un recul de la confiance pour le cinquième mois consécutif en septembre, soit son plus bas niveau depuis janvier 2021. Les industriels continuent également de faire face à une baisse des niveaux de production pour les trois prochains mois, ainsi qu'à une diminution des nouvelles commandes, en particulier sur le marché d'exportation.

### Production industrielle (t/t)

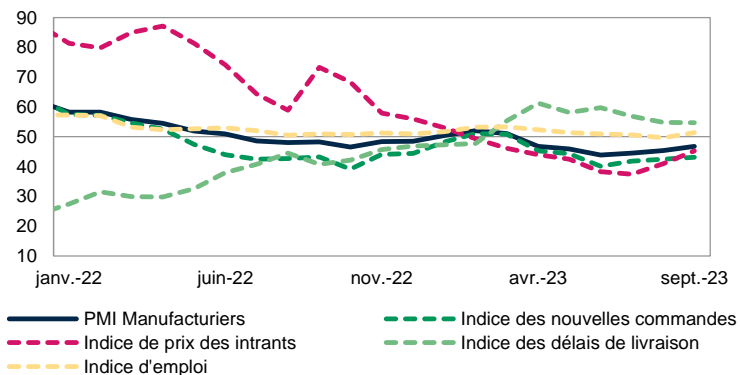


Source : Istat, Crédit Agricole SA/ECO

# DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

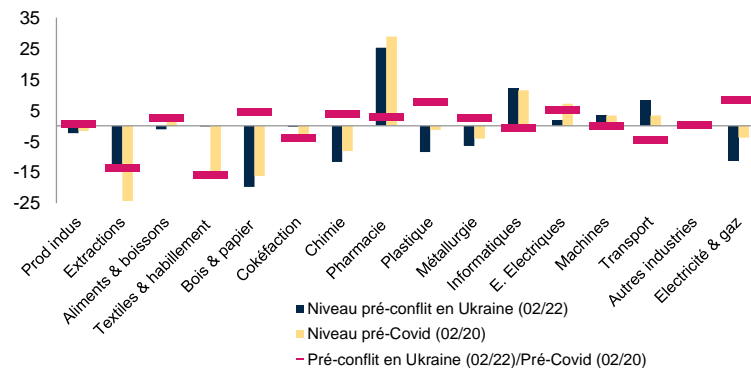
## L'INDUSTRIE ENCORE EN DIFFICULTÉ

Indice des directeurs d'achat (PMI)



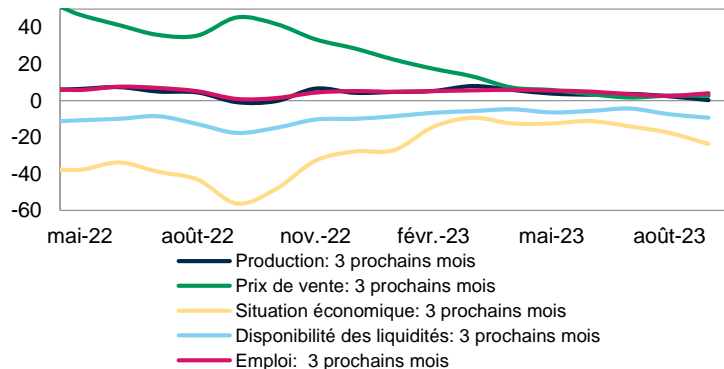
Source : Markit, Crédit Agricole SA/ECO

Production industrielle par branches (%)



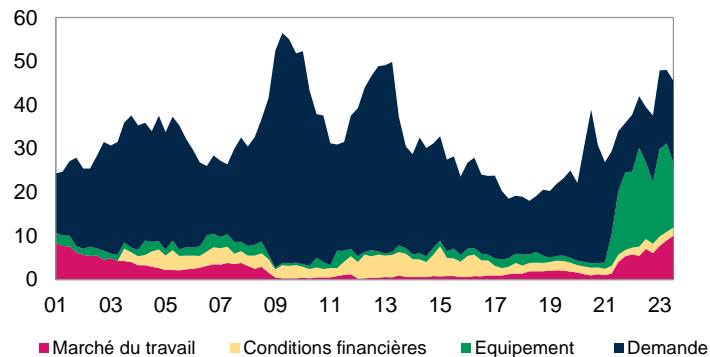
Source : Istat, Crédit Agricole SA/ECO

Anticipations de production dans l'industrie



Source : Istat, Crédit Agricole SA/ECO

Facteurs limitants la production



Source : Istat, Crédit Agricole SA/ECO

# SOMMAIRE

Synthèse

Dernières évolutions conjoncturelles

**3** | **La trame de notre scénario**

Focus

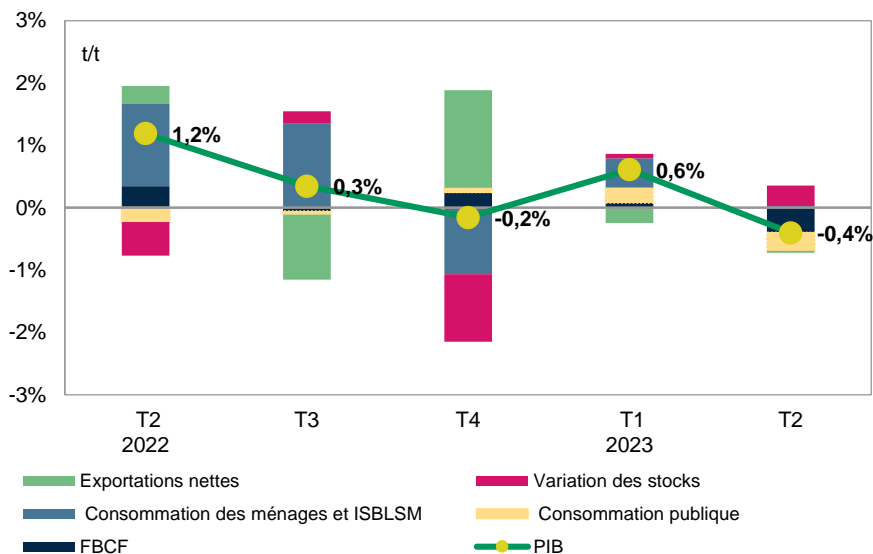
# LA TRAME DU SCÉNARIO

## LE PIB RECULE AU T2

Le PIB italien a reculé au cours du deuxième trimestre 2023, cédant 0,4% par rapport au trimestre précédent. Le recul de l'activité est principalement imputable à une contribution négative de la demande intérieure, qui s'élève à -0,7%. Elle est partiellement compensée par la contribution positive des stocks, équivalant à 0,3 point de PIB, tandis que celle apportée par la composante extérieure est nulle. Du côté de l'offre, le ralentissement du cycle industriel, mis en lumière aussi bien par les enquêtes que par les données de production industrielle, se

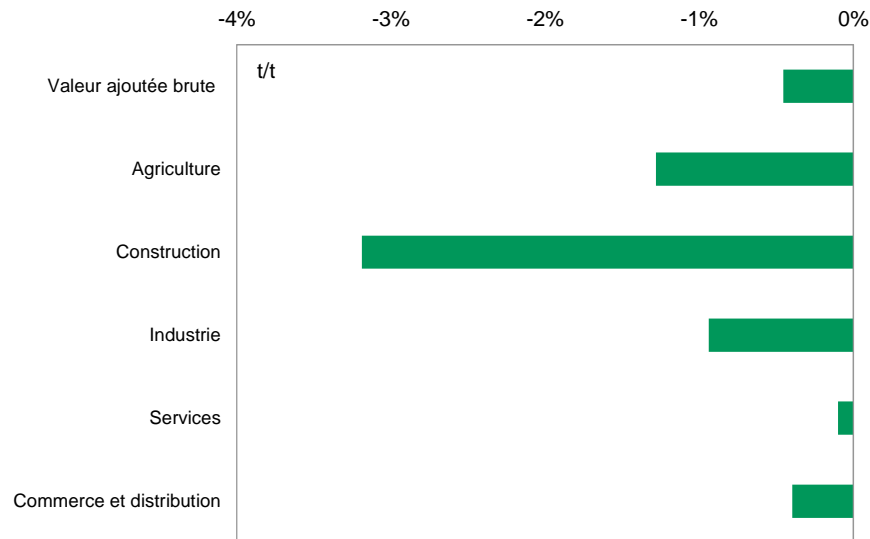
traduit par une baisse de la valeur ajoutée de 0,9% pour la branche des industries manufacturières. La construction enregistre la plus forte baisse de valeur ajoutée avec -3,2%. Le secteur agricole, pénalisé par les intempéries en Émilie-Romagne, baisse également (-1,2%). Enfin, malgré la croissance des dépenses de consommation en services, la valeur ajoutée de la branche se contracte de 0,1%, en raison notamment du recul dans les activités de commerce et de distribution (-0,3%) et des services aux entreprises (-1,2%).

### Contribution au PIB



Source : Istat, Crédit Agricole SA/ECO

### PIB par l'offre



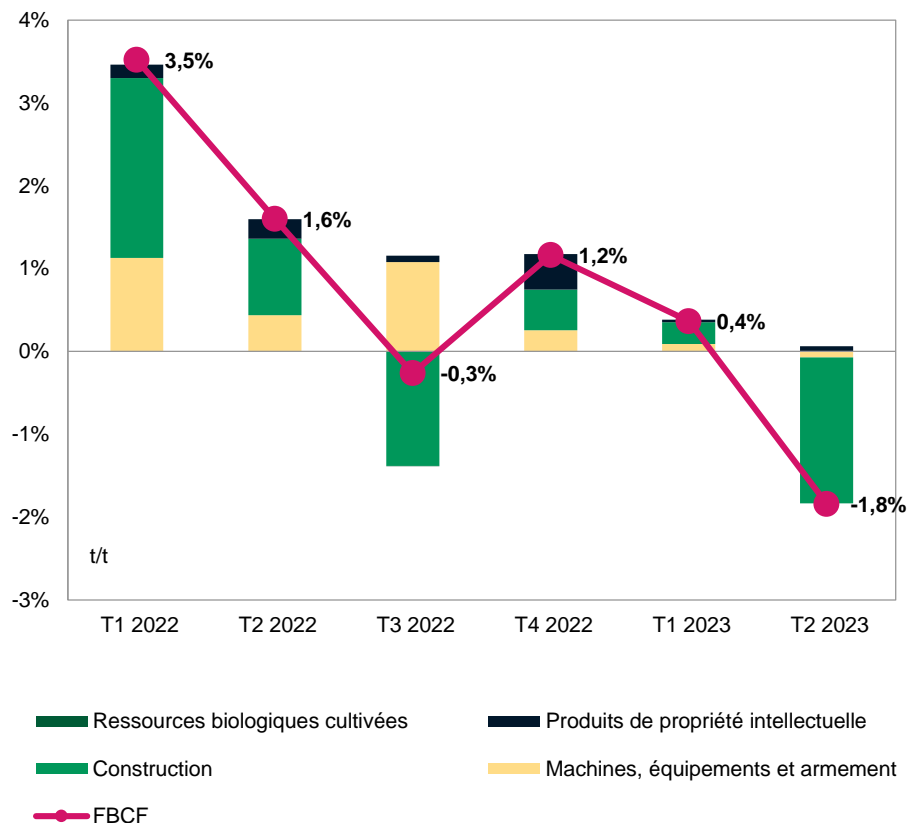
Source : Istat, Crédit Agricole SA/ECO

# LA TRAME DU SCÉNARIO

## LA FIN DU MIRACLE DE L'INVESTISSEMENT

Derrière la baisse du PIB se cache un fort recul de l'investissement, qui diminue de 1,8% par rapport au trimestre précédent. Les difficultés rencontrées par le secteur de la construction commencent à se matérialiser dans les données de comptabilité nationale. L'investissement en construction recule de 3,6% par rapport au T1 2023, plombé aussi bien par la composante logement, qui diminue de 3,4%, que par celle des investissements en bâtiment et travaux publics. Avec ce nouveau repli, l'investissement en logement cumule ainsi son quatrième trimestre de baisse consécutif depuis le T3 2022. Largement soutenu par le dispositif du "Super bonus", il avait enregistré une croissance significative dès 2021, dépassant le niveau pré-pandémique de 46%, contre 31% aujourd'hui. Tandis que le ralentissement dans le segment du logement était attendu, le repli de +3,8% dans le segment des bâtiments et travaux publics crée davantage la surprise. À lui seul, l'investissement en construction participe à hauteur de -0,4 point de PIB à la contribution négative de la demande intérieure. Après plusieurs trimestres de ralentissement, l'investissement productif se contracte également, mais dans une moindre mesure, puisqu'il baisse de 0,2% par rapport au trimestre précédent. La composante transport est le seul segment de l'investissement à avoir augmenté au deuxième trimestre, gagnant 1,6% par rapport au T1 2023. Cette nouvelle hausse lui permet de rattraper le retard accumulé pendant les deux années de crise. Il dépasse ainsi son niveau pré-pandémique de 1,4%.

### Investissement



Source : Istat, Crédit Agricole SA/ECO

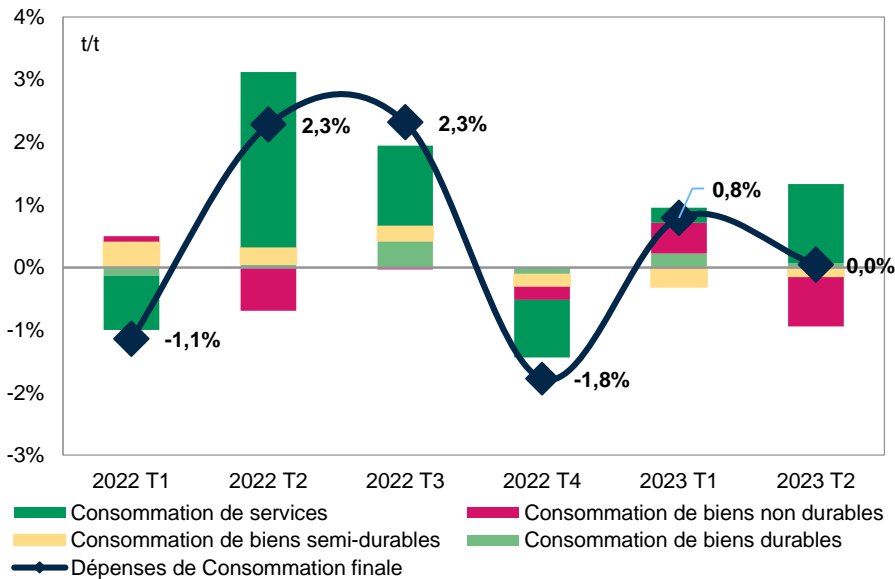
# LA TRAME DU SCÉNARIO

## LA CONSOMMATION RESTE STABLE

Le recul de la consommation finale de 0,4% est principalement dû à une baisse de la consommation publique, tandis que la croissance des dépenses de consommation des ménages a été nulle sur la période. Sans surprise, les postes de dépenses encore fortement touchés par l'inflation, tels que l'alimentaire, se sont contractés, avec une baisse de 2,5% de la consommation de biens durables et 1,7% pour les biens semi-durables. Les dépenses en biens durables, bien que positives, ralentissent à +0,7%, confirmant l'affaiblissement du cycle commencé

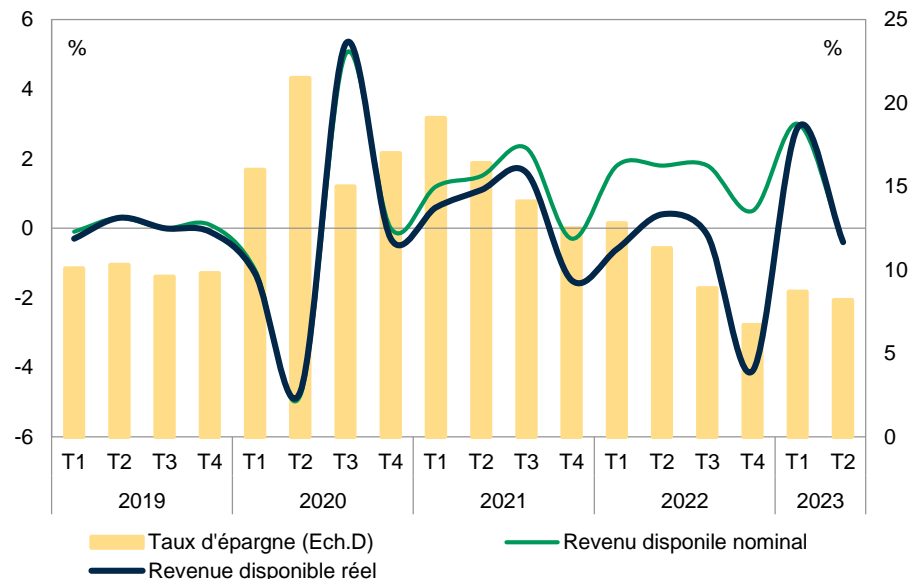
en 2021. Dans le même temps, le revenu disponible des ménages a reculé de 0,4%, aussi bien en termes réels qu'en termes nominaux. La légère croissance des dépenses de consommation s'est, quant à elle, traduite par une baisse du taux d'épargne des ménages, dont le taux est passé de 8,7% à 8,2%.

### Consommation des ménages



Source : Istat, Crédit Agricole SA/ECO

### Revenu disponible



Source : Istat, Crédit Agricole SA/ECO

# SOMMAIRE

Synthèse

Dernières évolutions conjoncturelles

La trame de notre scénario

4

Focus : Les finances publiques

## LES FINANCES PUBLIQUES DE NOUVEAU AU CENTRE DE L'ATTENTION

La hausse des taux d'intérêt, combinée à la dégradation de l'environnement conjoncturel, remet la question des finances publiques au centre de l'attention. Le gouvernement a présenté en septembre la mise à jour de la trajectoire des finances publiques à l'horizon 2026, basée sur un scénario de croissance plus négatif que celui du programme de stabilité. Cette mise à jour prend également en compte les effets budgétaires liés au Super bonus et se traduit par un creusement du déficit en 2023 par rapport à l'objectif fixé dans le programme de stabilité (PS) d'avril. Le déficit passe ainsi de 4,5% à 5,3%. Toutefois, il devrait rester inférieur au niveau de 2022. Le déficit primaire devrait également être revu à la hausse, tandis que la baisse de l'inflation et la moindre réévaluation des instruments de la dette indexés sur l'inflation ont contribué à réduire le coût du service de la dette par rapport à 2022, malgré la forte hausse des rendements obligataires.

La trajectoire des finances publiques indique une légère diminution du déficit public à 4,3% du PIB en 2024, grâce à un effort budgétaire de 16 milliards d'euros. Il devrait permettre de financer les principales mesures inscrites dans la loi de finances.

Sur les 24 milliards de mesures de dépense additionnelle ou de moindres recettes, la fiscalité devrait absorber un peu plus de la moitié des ressources, avec 10 milliards dédiés à la réduction du coin fiscal et 4 milliards pour l'unification des deux tranches inférieures du barème de l'impôt sur le revenu. Le reste de l'enveloppe est alloué aux renouvellements de contrats de l'administration publique (5 milliards) et de santé (2,5 milliards) et aux mesures en faveur de la natalité (1 milliard). Pour les entreprises, outre la suspension de la taxe sur le plastique et de la taxe sur le sucre, 1,8 milliard sera dédié au financement des contrats de R&D et du soutien à l'investissement privé dans le Sud, auxquels s'ajoute une prime à l'embauche.

L'écart budgétaire permettant de financer le budget 2024 conduit à une baisse contenue du déficit public par rapport à l'objectif inscrit dans le programme de stabilité, retardant le passage du déficit public sous le seuil des 3% à 2026. Il repousse également la réalisation d'un excédent primaire à 2025. La hausse des rendements obligataires souverains, lissée par la maturité moyenne de la dette italienne, devrait, en outre, entraîner une augmentation de la charge d'intérêt, passant de 4,2% en 2024 à 4,6%

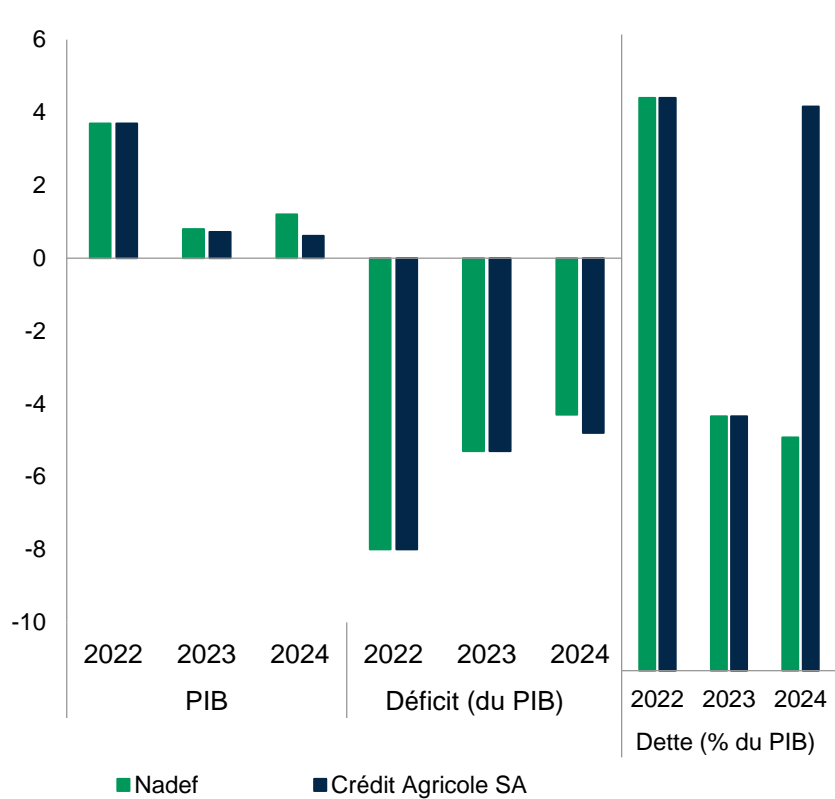
en 2026. En ce qui concerne le ratio de dette publique, ce dernier a positivement bénéficié de la révision à la hausse des comptes nationaux en 2021 et 2022, passant de 144% du PIB en avril à 141% en 2022. Au regard des équilibres publics inscrits dans la trajectoire budgétaire pluriannuelle, il ne devrait diminuer que légèrement au cours de la période projetée, pour se stabiliser à 139% en 2026.

La présentation de la trajectoire italienne a suscité une réaction mitigée sur les marchés, se traduisant par un écartement du *spread* BTP *Bund* à dix ans supérieur à 200 points de base. En effet, les analystes s'inquiètent d'un objectif de déficit public basé sur un scénario économique jugé optimiste (1% en 2024), qui s'éloigne de la trajectoire du programme de stabilité, et soulignent la faible réduction de la dette publique sur l'horizon prévisionnel. Dans ce contexte marqué par une forte incertitude, la réponse de la Commission européenne au budget italien, ainsi que l'appréciation des agences de notation, seront déterminantes pour éviter un écartement des taux italiens à court terme, fragilisant l'Italie dans ce contexte difficile.



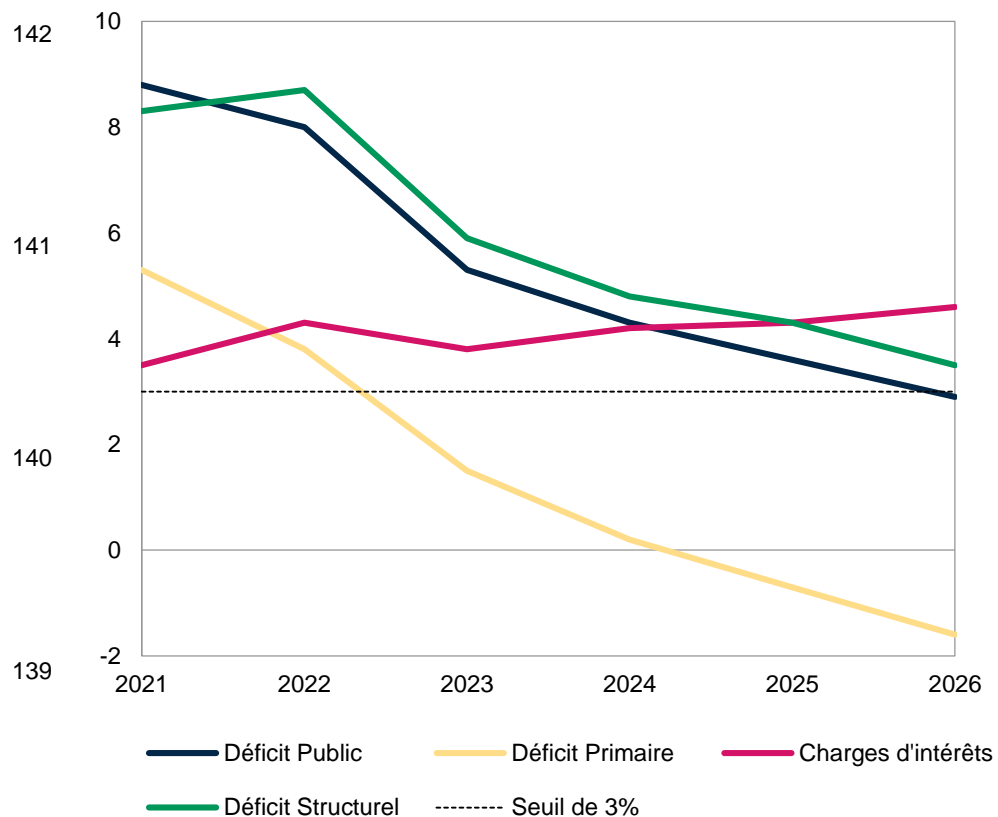
## LES FINANCES PUBLIQUES DE NOUVEAU AU CENTRE DE L'ATTENTION

### Prévisions de finances publiques



Source : NADEF, Crédit Agricole SA/ECO

### Évolution des soldes publics



Source : NADEF Crédit Agricole SA/ECO

# CONSULTEZ NOS DERNIÈRES PARUTIONS EN ACCÈS LIBRE SUR INTERNET

Date	Titre	Thème
27/10/2023	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
26/10/2023	<a href="#">En Pologne, une victoire pour l'État de droit et pour l'Europe</a>	PECO
26/10/2023	<a href="#">France – Scénario 2023-2024 : un redémarrage en douceur malgré les vents contraires</a>	France
25/10/2023	<a href="#">France – Le climat des affaires n'est pas au beau fixe, quelles implications pour la croissance ?</a>	France
24/10/2023	<a href="#">Espagne – Plan budgétaire 2024, vers un déficit public de 3%</a>	Zone euro
20/10/2023	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
19/10/2023	<a href="#">Open Banking, les entreprises en ont-elles pour leurs données ?</a>	Fintech
19/10/2023	<a href="#">Afrique sub-saharienne – La croissance économique est revue à la baisse pour 2023</a>	Afrique
18/10/2023	<a href="#">Hong Kong – L'éternelle question du "peg"</a>	Asie
18/10/2023	<a href="#">Italie – Reprise de la production industrielle, un mirage ?</a>	Italie
17/10/2023	<a href="#">PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole</a>	Agri-Agroalimentaire
16/10/2023	<a href="#">France – Les ménages et les entreprises modifient leur comportement face à l'inflation</a>	France
16/10/2023	<a href="#">Parole de banques centrales – BCE : la science de la patience ou l'assurance contre le risque</a>	Zone euro
16/10/2023	<a href="#">Scénario 2023-2024 – Inde : de la croissance, mais les vieux démons ne sont jamais loin</a>	Asie
13/10/2023	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
11/10/2023	<a href="#">L'Observatoire financier des entreprises agroalimentaires – Analyse financière des métiers du grain</a>	Agri-Agroalimentaire
11/10/2023	<a href="#">Italie – La politique budgétaire à la croisée des chemins</a>	Italie
10/10/2023	<a href="#">France – Le pays au top niveau à l'international en termes de PIB ressenti</a>	France
09/10/2023	<a href="#">Égypte – L'inflation au plus haut envoie un signal macro-économique très négatif</a>	Moyen-Orient – Afrique du Nord
06/10/2023	<a href="#">Monde – Scénario macro-économique 2023-2024 : un équilibre délicat</a>	Monde
06/10/2023	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
05/10/2023	<a href="#">France : une réduction du déficit peu ambitieuse basée sur des hypothèses optimistes</a>	France
05/10/2023	<a href="#">Kenya – Un pays aux besoins élevés de financement extérieur</a>	Afrique
04/10/2023	<a href="#">Malaisie – Saisir les opportunités de la recomposition des chaînes de valeur</a>	Asie
04/10/2023	<a href="#">Fintech Outlook – 9 premiers mois de l'année 2023 : La longue marche !</a>	Fintech

Sofia TOZY



sofia.tozy@credit-agricole-sa.fr



**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 :** Elisabeth Serreau - **Statistiques :** DataLab ECO

**Secrétariat de rédaction :** Sophie Gaubert, 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.