

# Perspectives

Hebdomadaire – N°20/057 – 27 mars 2020

## MONDE – L'actualité de la semaine

|  |    |
|--|----|
| ☞ Exemption, dérogation, allègement, moratoire, etc. ....  | 1  |
| ☞ Qu'a-t-on appris de 1939 ? .....   | 3  |
| ☞ France : les premiers indicateurs de confiance s'effondrent .....  | 4  |
| ☞ Conseil européen : fumée noire ou fumée grise ? .....  | 5  |
| ☞ BCE : sans limites .....   | 6  |
| ☞ Allemagne : un supplément budgétaire d'envergure pour faire face à la crise .....  | 6  |
| ☞ Espagne : dépassée par l'épidémie .....  | 7  |
| ☞ Pays-Bas : business as usual ? .....   | 8  |
| ☞ Italie : forte baisse de la confiance en mars .....  | 9  |
| ☞ Italie : la production non essentielle à l'arrêt .....   | 9  |
| ☞ Royaume-Uni : les PMI suggèrent une contraction de l'activité plus sévère qu'au pire de la crise financière de 2008 .....                                    | 11 |
| ☞ Royaume-Uni : la BoE anticipe « une très forte baisse de l'activité » .....  | 11 |
| ☞ Pays émergents : tout va devenir relatif .....   | 13 |
| ☞ Chine : où en est la reprise ? .....   | 14 |
| ☞ Asie : les mesures de confinement se durcissent, alors que le nombre de cas augmente .....   | 15 |
| ☞ Moyen-Orient - Afrique du Nord : la double crise (Covid-19 et pétrole) affecte tous les pays pétroliers de la région, mais différemment selon les pays ..... | 16 |
| ☞ Afrique sub-saharienne : en parallèle à la crise sanitaire qui s'étend, de forts ajustements monétaires .....  | 17 |
| ☞ Europe de l'Est : l'étrange apesanteur de la Russie .....  | 17 |
| ☞ Ukraine : la fragile stabilisation macro-économique face à la crise sanitaire .....  | 18 |

### ☞ Exemption, dérogation, allègement, moratoire, etc.

Une semaine placée sous le double sceau du desserrement des contraintes réglementaires et budgétaires et de la mobilisation massive des fonds publics : une double réaction massive à la crise qui a permis un allègement significatif des tensions sur les marchés financiers. Les marchés actions se sont fortement repris, sans occasionner de tensions sur les taux sans risques (obligations d'État américaines et allemandes) qui n'ont pas souffert à l'annonce de programmes de soutiens budgétaires pourtant « pesants ». Les primes de risque sur les obligations *corporate* se sont détendues avec, en particulier, une baisse des *spreads* sur les émetteurs *High Yield* et les subordonnées financières.

Aux États-Unis, à l'issue d'une nouvelle réunion d'urgence, la *Federal Reserve* s'est affranchie de sa propre limite (enveloppe de 700 milliards de dollars dédiés aux achats de *Treasuries* et *Mortgage-backed Securities*) et a donc opté pour un

assouplissement quantitatif sans borne dans le temps et d'un montant nécessaire à assurer le bon fonctionnement du marché et une transmission efficace de la politique monétaire. Quant au Congrès, il s'apprête à adopter un plan de relance totalisant près de 2 200 milliards de dollars (soit 10% du PIB) qui vise à assurer fournir une aide financière directe ou un allègement de charges aux ménages et aux entreprises, mais aussi aux hôpitaux et aux États. Les mesures phares comprennent ainsi le versement direct d'une allocation aux ménages à revenu faible ou intermédiaire (1 200 dollars par adulte et 500 dollars par enfant), un plan d'aide au système d'assurance chômage (autorisant une extension des indemnités chômage qui normalement relèvent de la compétence des États), un soutien financier aux PME (350 milliards de dollars), des prêts aux grandes entreprises, aux États et aux collectivités locales (500 milliards de dollars), un déblocage de crédits en faveur des hôpitaux (150 milliards de

dollars). Par ailleurs, la *Federal Housing Finance Agency* a annoncé un ensemble de mesures visant à soulager les ménages éprouvant des difficultés à payer loyers et crédits immobiliers. Des moratoires ont ainsi été accordés sur les crédits hypothécaires titrisés par les entreprises parapubliques, Fannie Mae et Freddie Mac. Ces mesures semblent moins « flamboyantes », mais sont loin d'être anecdotiques et renseignent sur l'ampleur de la crise redoutée, notamment pour les ménages modestes et dont atteste déjà l'explosion des inscriptions au chômage.

En zone euro, l'appel à une forme de mutualisation des dettes (futures) destinées à financer l'aide aux économies les plus durement affectées (émission d'obligations dites « coronabonds »), appel émanant notamment de la France, de l'Italie et de l'Espagne, s'est heurté à l'opposition allemande et néerlandaise. La BCE a commencé à acheter des obligations dans le cadre du nouveau programme

d'achat d'urgence pandémique (PEPP) de 750 milliards. Contrairement au *Quantitative Easing* « ancien modèle » (i.e. le PSPP), les achats ne sont pas contraints par la limite de 33% de détention maximale par titre : le système est donc plus flexible et autorise un respect plus facile de la clé de répartition du capital. À l'exception de l'Espagne, cette flexibilité profitant notamment aux pays plus lourdement endettés, semi *core* ou « périphériques », a permis à leurs *spreads* de se resserrer au cours de la semaine. Les primes française et italienne n'atteignent ainsi, respectivement, « que » 40 et 160 points de base par rapport au Bund. Une accalmie, un répit dont il faut profiter avant que des chiffres catastrophiques d'activité ne viennent rappeler que la crise est bien d'essence réelle et que les mesures visant à l'endiguer ne préjugent en rien de la vigueur de la reprise qui suivra.

## Editorial

---

### Qu'a-t-on appris de 1939 ?

On parle de guerre, on évoque la pire crise économique depuis la deuxième guerre mondiale. Alors, quels enseignements tirer de la gestion du dernier conflit ?

D'abord, **la vision de long terme. On combat dans les tranchées, mais on tisse les alliances de demain, on redessine le monde d'après.** Cette clairvoyance est d'autant plus nécessaire que les superpuissances sont déjà en train de réécrire l'histoire de l'après-pandémie, que les diplomaties agressives de la générosité s'activent auprès des pays les plus touchés par des gestes symboliques, que leur communication stratégique se met en route. L'Europe doit être très attentive à ces sirènes qui peuvent chanter une mélodie captivante aux oreilles des pays qui pourraient sortir les plus affaiblis par la crise. Elle doit déjà s'interroger sur les institutions qu'il faudra créer ou renforcer pour maintenir sa puissance dans un avenir qui ne sera pas nécessairement égal au passé. Revenir sur le passé ne sera utile que si un enseignement pourra être tiré pour forger un futur meilleur. Rester ancrés sur une narration figée, avec des règles anciennes, déconnectées de la nouvelle réalité, risque de produire une seule victime : l'Europe.

Ensuite, **l'idée que la victoire ne peut être remportée que si l'on agit en regardant au-delà de l'intérêt national.** Tout le monde aura intérêt à un redémarrage synchrone de l'économie mondiale, à empêcher que la récession ne se transforme en dépression prolongée, à éviter la persistance ou l'aggravation de poches de risque systémique qui serviront de frein aux potentialités de la reprise globale. L'évocation d'un Plan Marshall est justifiée, non seulement par sa dimension, mais aussi par son étendue géographique. La simple coordination des moyens pourrait ne pas suffire, la mise en commun des ressources pourrait se révéler nécessaire et légitime en vue d'un intérêt public commun.

Enfin, l'idée que **la question de la cohésion et de la résilience sociale devra être intimement liée aux choix économiques présents et futurs.** Le choc en cours, après une décennie déjà perdue dans plusieurs pays, générera un nombre important de perdants. La crédibilité de la classe politique nationale ou européenne pourrait se retrouver ébranlée, si elle se révélait incapable d'enrayer ces pertes et de bâtir des systèmes capables de répondre à l'énorme défi de la reconstruction. Pour répondre à ces défis, en reprenant les mots de M. Draghi, l'Europe peut s'appuyer sur des forces indiscutables : des secteurs publics étendus et efficaces, des systèmes bancaires solides capables de s'unir à l'effort public pour garantir la liquidité du système et limiter les pertes de revenus.

**L'Europe doit seulement éviter l'erreur de ne pas comprendre les caractéristiques permanentes du nouveau monde d'après la crise :** davantage de dettes publiques partout, probablement irrécupérables et à très longues maturités, en grande partie détenues dans les bilans des banques centrales. C'est à la lumière de cette nouvelle configuration que le débat en cours au sein du Conseil européen sur une réponse conjointe – en plus d'être coordonnée – paraît anachronique, bien que justifié par la complexité institutionnelle des réponses. Pour l'instant, l'équilibre entre réponses nationales, communes ou monétaires penche excessivement du côté de la BCE. Les pays ne sont pas prêts à unir leurs ressources. Il leur faudra alors accepter que la BCE s'éloigne de plus en plus de l'orthodoxie.

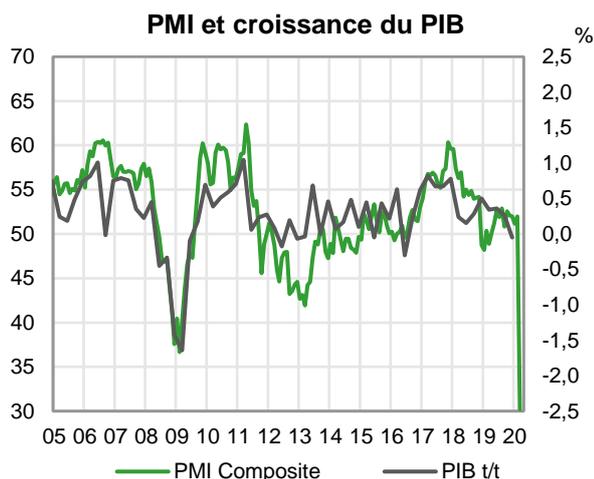
L'Europe sera-t-elle une partie significative de la réaction à la crise et de la construction du monde d'après ? La réponse à cette question sera le véritable héritage de cette crise.

## Zone euro

### France : les premiers indicateurs de confiance s'effondrent

L'Insee et IHS Markit ont publié au cours de la semaine leurs enquêtes de conjoncture pour le mois de mars, premier mois au cours duquel les effets de la crise sanitaire sont visibles pour les entreprises. La chute des indices est la plus grande jamais enregistrée. De plus, l'Insee n'ayant pas pu intégrer les réponses reçues par papier depuis le début du confinement, une révision à la baisse paraît probable.

En particulier, les indices s'effondrent dans le secteur des services. L'indice PMI services passe de 52,5 en février à 29,2. Il enregistre ainsi sa plus forte chute et atteint également son plus bas niveau depuis la création de l'indicateur, en 1998. L'indicateur de climat des affaires (ICA) dans les services de l'Insee connaît également sa plus forte baisse et perd 14 points à 92. Dans le secteur manufacturier, la baisse du climat des affaires est également importante, mais moins marquée, l'ICA de l'Insee perd ainsi 3 points à 98 et l'indice PMI manufacturier tombe à 42,9, après 49,8 en février. De façon synthétique, le PMI composite s'établit à 30,2, un point bas encore jamais atteint et en ligne avec une contraction du PIB de plus de 2% en rythme trimestriel. Compte tenu des bons chiffres des mois de janvier et février la contraction de l'activité au premier trimestre pourrait être moindre. En revanche, suite à la mise en place des mesures de confinement et à l'arrêt forcé et complet de pans entiers de l'économie, la récession pourrait être bien plus importante au deuxième trimestre.



Sources : IHS Markit, INSEE, Crédit Agricole S.A.

L'Insee nous apprend cette semaine que l'activité a chuté de 35% en moyenne depuis le début du

confinement avec un impact différencié selon les secteurs.

La confiance des consommateurs ne perd qu'un point au mois de mars, notamment car les questionnaires ont été remplis avant le 16 mars et donc avant les mesures de confinement. Néanmoins, les opportunités de faire des achats importants, les perspectives d'évolution de la situation financière et surtout les craintes d'être au chômage se dégradent fortement montrant l'incertitude des ménages concernant leur situation financière dans les mois à venir.



Sources : IHS Markit, INSEE, Crédit Agricole S.A.

Les mesures prises pour limiter l'impact négatif de l'épidémie sur l'économie se précisent. Un nombre croissant d'entreprises a recours au chômage partiel dont le coût pour l'État dépassera largement les premières estimations (8 Mds € pour deux mois). En effet, les entreprises ayant recours au chômage partiel sont bien plus nombreuses que celles contraintes à la fermeture par les mesures de confinement (restaurants, bars, commerces spécialisés...). La chute de l'activité dans l'industrie ainsi que les effets indirects sur les services aux entreprises notamment poussent beaucoup d'entreprises à réduire leur activité. Une nouvelle enveloppe de 10 Mds € a également été mise en place afin de garantir les crédits inter-entreprises pour faire face à l'allongement des durées de paiement observé depuis le début de la crise. Le tableau ci-dessous résume les mesures de soutien à l'économie mises en place en France depuis le début de la crise et continuera à être mis à jour chaque semaine.

| Principales mesures  | Coût (première estimation)                                       |
|--|--|
| Soutien direct de la BPI aux entreprises   | 3 Mds €  |
| Facilitation du recours au chômage partiel.  | Au moins 8,5 Mds € pour 2 mois                                   |
| Reports de paiement des impôts et des cotisations sociales de mars, et annulation des impôts et charges pour les entreprises les plus touchées et menacées de disparition. | 35 Mds € en effort de trésorerie (voire perte sèche) pour l'État |
| Suspension des factures « de gaz, d'eau, d'électricité, des loyers » pour les entreprises et indépendants.   | Non chiffré mais pas un coût pour l'État                         |
| Création d'un fonds de solidarité pour soutenir les commerçants et les indépendants qui pourront toucher 1 500 € par mois.   | 1 Mds € par mois   |
| Indemnités pour parents sans solution pour la garde de leurs enfants.  | 2 Mds €  |
| Rehaussement de l'Ondam (dépenses d'assurance maladie)   | 2 Mds €  |
| Enveloppe de 300 milliards d'euros de prêts bancaires des entreprises garantis par l'État.   | NC   |
| Hausse des garanties BPI de 40% à 90% et extension aux ETI   | NC   |
| Garantie publique de 10 milliards d'euros pour les crédits interentreprises (assurance-crédit)   | NC   |
| <b>Total</b>   | <b>Plus de 45 Mds€</b>   |

**✓ Notre opinion** – *Comme en témoignent les premières enquêtes sur le climat des affaires, la crise actuelle est atypique, car elle touche en premier lieu les services, secteurs traditionnellement moins frappés par les crises économiques classiques. En France, les services représentent trois quarts du PIB et une partie plus importante encore de l'emploi. Les mesures de soutien visent donc à limiter les faillites dans ce secteur et à protéger ces emplois, afin de conserver des conditions favorables à une reprise rapide de l'activité une fois la crise sanitaire passée.*

*Néanmoins, l'hypothèse d'une reprise en V, c'est-à-dire d'un rattrapage complet de l'activité perdue pendant la période de confinement s'éloigne. Un scénario en U, une reprise plus graduelle avec un rattrapage seulement partiel, nous paraît nettement plus probable. En effet, alors que certains achats pourront avoir été simplement différés par les ménages (notamment les achats de biens durables), la consommation de services ne présente pas le même potentiel de rattrapage. À titre d'exemple, il paraît difficile de consommer tous les cafés (ou autre boisson de votre choix) qui n'auront pas été bus dans les bars et restaurants pendant le confinement lors de la réouverture de ces établissements. Selon nos premières estimations qui seront détaillées dans les semaines à venir, le PIB pourrait se contracter d'environ 5% en 2020 avant de rebondir l'année prochaine.*

### Conseil européen : fumée noire ou fumée grise ?

La déclaration finale conjointe des chefs d'État et de gouvernement à l'issue du Conseil européen du 26 mars a conclu à un renvoi de deux semaines à l'Eurogroupe pour présenter des propositions pour mobiliser des ressources communes pour faire face aux conséquences socio-économiques de la crise.

La proposition d'un instrument de dette commune a été rejetée. Rien de la lettre envoyée au président du Conseil par neuf États membres (dont la France, l'Italie, l'Espagne et la Belgique) ne figure dans la déclaration finale.

Pour l'instant, les pays du Nord n'arrivent pas à s'éloigner de l'option qui prévoit un endettement national, certes avec la contrainte institutionnelle du Pacte de stabilité levée, mais avec la contrainte des marchés qui demeure. Chacun fait ce qu'il peut.

On explore aussi l'option de la mutualisation des coûts d'émission par l'utilisation du Mécanisme européen de stabilité. C'est afin d'approfondir cette option que la balle a été renvoyée dans le camp de l'Eurogroupe. Ce dernier avait conclu, le 24 mars dernier, qu'il y avait un large consensus à rendre disponible un instrument *Pandemic Crisis Support*

dans le cadre du MES. L'idée est d'utiliser une partie des 410 Mds € immédiatement disponibles pour financer des dépenses liées à la crise sanitaire. Le montant à allouer à cet instrument pourrait atteindre les 2% du PIB des États membres soit environ 240 Mds €.

L'écueil consiste à dépasser les clivages existants sur deux points : la conditionnalité et la maturité des prêts. Pour les pays du Nord, il n'est pas question de sortir du cadre des lignes de crédit assorties de conditions renforcées (ECCL), ni de modifier la conditionnalité existante qui prévoit un programme d'ajustement structurel pour assurer le remboursement des fonds prêtés. Pour les autres, il faut au contraire l'adapter à la situation spécifique et il faut aussi augmenter la maturité des prêts pour prendre en compte une phase de reconstruction longue.

Aussi demeure la question de l'allocation des fonds, fonction de la clé de répartition du capital du MES ou des besoins des pays. En théorie, pour éviter l'effet de stigma, tous les États membres devraient avoir accès aux fonds. En pratique, seuls les pays se finançant à un taux positif sur dix ans (c'est-à-dire à un taux supérieur à celui auquel le MES se finance, soit 0,01% sur dix ans) auraient un intérêt à profiter du taux plus faible pratiqué par le MES par rapport au marché. L'effet de stigma serait donc bien présent.

 **BCE : sans limites**

Si les États tergiversent, la BCE agit. Son action sera accélérée, ciblée et sans contrainte. Avec l'annonce de la levée de la limite de 33% par émetteur et par émission dans le *Pandemic Emergency Purchase Programme*, elle se laisse toute latitude pour maintenir des conditions normales de financement pour les pays qui en auraient le plus besoin. Pour gagner en flexibilité, elle élargit aussi l'univers des titres achetables à toutes les émissions de maturité allant de soixante-dix jours à trente ans. Elle prend acte que la crise sera longue et rallonge aussi la durée du programme à la fin 2021.

Car la vraie question ne porte pas tant sur la capacité actuelle des pays à faire face aux dépenses nécessaires : elles seront en déficit dans tous les pays. Elle porte surtout sur comment gérer demain les conséquences des actions menées aujourd'hui. Et la réponse institutionnelle que l'on fournit aujourd'hui déterminera la situation des pays demain.

Voici pourquoi pour éviter d'hériter d'un effet de stigma, les pays du Sud prônent une mutualisation non seulement des coûts d'émission mais aussi des dettes, via les Covid-bonds. Mais l'option des Covid-bonds a vite été écartée par le Conseil européen. Au-delà de l'habituelle opposition des pays du Nord cette solution demande, outre la mutualisation des dettes, la mutualisation des moyens d'action, de dépense. Cette construction institutionnelle paraît s'inscrire dans un horizon trop long pour fournir une réponse d'urgence.

Reste l'option d'utiliser davantage les ressources déjà existantes dans le budget de l'UE pour 2020 et 2021, en réallouant certains postes de dépense soit sans, soit avec une réallocation concomitante des dépenses entre pays. La portée du budget de l'UE (1% du PNB de l'UE) reste néanmoins limitée.

La BCE anticipe aussi une éventuelle action des États : en suspendant la limite de 50% sur les émetteurs supra-nationaux, elle se laisse aussi la possibilité de prendre en son bilan une quantité importante d'émissions supra-nationales. Si une émission commune pour financer les dépenses exceptionnelles de cette crise voyait le jour, la BCE pourrait s'en porter acheteuse en grandes quantités.

 **Notre opinion** – « Les coûts de l'hésitation seront irréversibles ». Les paroles de M. Draghi ont été entendues. La BCE, après son hésitation initiale, n'hésite plus. Elle indique même la voie aux États. Elle soutient l'option d'un actif sûr commun pour la zone euro et se prépare à l'accueillir dans son bilan.

 **Allemagne : un supplément budgétaire d'envergure pour faire face à la crise**

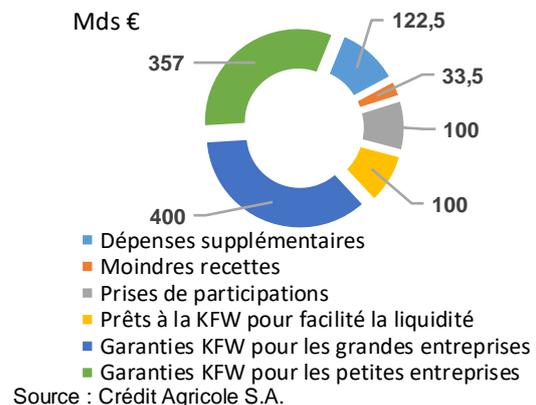
Une semaine après avoir dévoilé les mesures cadre de son plan de soutien à l'économie, le gouvernement allemand a validé en un temps record un supplément budgétaire de 156 Mds € (représentant 4,5% du PIB) pour l'année 2020, afin de soutenir les entreprises et les salariés pendant la pandémie. C'est du jamais vu depuis la crise de 2009. Cette rallonge budgétaire intègre un fonds de solidarité à l'égard des très petites entreprises et des travailleurs indépendants à hauteur de 50 Mds €, soit 1,4 point

de PIB. Cette aide prendra la forme d'une subvention unique de trois mois, accordée en fonction du nombre de salariés dans l'entreprise. Les sociétés comptant jusqu'à cinq salariés pourront bénéficier d'une aide de 9 000 € et celles allant jusqu'à dix salariés de 15 000 €. Les travailleurs indépendants pourront également accéder plus facilement aux minima sociaux sans plafonnement des revenus, celui-ci étant momentanément suspendu pour une période de six mois. Une enveloppe de

69 Mds € est dédiée à l'ensemble des mesures d'aides sociales aux familles et à la protection des locataires. Les personnes mises au chômage partiel pourront bénéficier d'un supplément d'allocations familiales, ainsi que celles ayant subi une perte de revenu due à la fermeture des crèches ou des écoles. L'ensemble de ces mesures visent surtout à assurer un revenu aux familles durant la période de crise. En outre, le gouvernement fédéral met à disposition 3,5 Mds € supplémentaire pour l'achat d'équipement de protection à destination des hôpitaux, pour soutenir la recherche dans le développement d'un vaccin et pour le rapatriement des vacanciers allemands restés bloqués à l'étranger. L'ensemble de ces dépenses supplémentaires atteint 122,5 Mds € auxquelles s'ajoutent une baisse des recettes fiscales de 33,5 Mds € liée à la dégradation de l'activité économique hypothétiquement fixée à -5% par le gouvernement en 2020. Au total, l'ensemble des mesures décidées impacteront le budget à hauteur de 156 Mds €, ce qui devrait générer un déficit budgétaire de 3,8% du PIB cette année (contre un excédent attendu de 0,8 point de PIB dans le budget initial). Au-delà des mesures impactant directement le budget, les garanties fédé-

rales apportées à la banque publique d'investissement (KfW) ont également été augmentées de 357 Mds € (400 Mds € auparavant) et 100 Mds € sont également mis à disposition pour prendre des participations dans les sociétés en difficulté si besoin. Un prêt de 100 Mds € pour faciliter les programmes de liquidité de la KfW est également intégré à ce dispositif de soutien majeur.

**Allemagne : la réponse budgétaire à la crise**



**Notre opinion** – L'Allemagne se prépare à faire face à une crise économique de grande ampleur avec un dispositif lui aussi de taille. Le supplément budgétaire de 156 Mds € est inédit et s'accompagne de garanties fédérales colossales pouvant atteindre 1 000 Mds €. Les mesures prises comprennent à la fois une plus grande protection des salariés, mais aussi un soutien massif à la liquidité des entreprises, quelle que soit leur taille. L'Allemagne est à la hauteur de l'enjeu qu'elle affronte sur son territoire national, il sera difficile de lui reprocher de ne pas avoir fait le nécessaire au moment opportun pour son économie. La question est néanmoins la suivante : pourra-t-elle se passer de la reprise de ses voisins ?

**Espagne : dépassée par l'épidémie**

Tandis que le l'état d'urgence sanitaire a été prolongé de quinze jours jusqu'au 12 avril, le gouvernement envisage d'accroître les mesures de confinement avec un arrêt total de la production dans certains secteurs qui restent encore en activité et le contrôle, voire la fermeture, de certains axes routiers. La mise en application de l'arrêté dépendra de la progression de l'épidémie au cours de cette semaine qui correspondrait, selon les autorités, au pic de l'épidémie.

Malgré la facilitation des procédures de chômage partiel, l'union syndicale rapporte une augmentation du nombre de licenciements, notamment dans les secteurs touchés par les mesures de confinement. Le nombre total de dossiers de chômage partiel s'élève quant à lui à 225 000 cette semaine et concerne plus de 1,7 million de salariés.

Le gouvernement a répondu à la demande des banques espagnoles d'accroître le seuil de garantie des prêts accordés aux entreprises. La couverture publique atteindra 80% pour les prêts aux PME, 70% pour les nouvelles lignes aux grandes entreprises et 60 % pour les renouvellements de prêts en cours. Malgré, les appels de Pedro Sanchez à une réponse européenne commune, la ministre de l'Économie exclut pour le moment le recours à un plan de sauvetage européen, l'Espagne pouvant encore avoir recours au marché obligataire dans de bonnes conditions. S&P n'a pas revu la notation du pays lors de sa revue vendredi dernier, mais estime que le pays devrait enregistrer une récession de l'ordre de 1,8% cette année du fait des mesures de confinement, suivie d'un rebond de 3,1% l'année prochaine.

**Notre opinion** – : L'Espagne s'enlise dans l'épidémie. Le bilan ne cesse de s'alourdir. Le pays rapporte le nombre de décès le plus important après l'Italie et dépasse ainsi la Chine. Madrid reste la région la plus touchée par l'épidémie et le système de santé de la communauté autonome montre des signes de saturation. L'armée est intervenue en support, avec la création d'hôpitaux militaires permettant de répondre à la hausse des hospitalisations. La situation se détériore également en Catalogne.

*L'aggravation de la crise sanitaire tend à déliter le semblant d'unité politique des dix premiers jours et les voix dissidentes qui critiquent la gestion de la crise par Pedro Sanchez se multiplient notamment après la commande de plus de 100 000 tests de dépistage du Covid-19 chinois qui se sont révélés défectueux. Par conséquent, les discussions parlementaires se prolongent et le consensus politique se fissure, contraignant les marges de manœuvre du gouvernement. Les mesures économiques sont également passées au second plan, après les premiers décrets de mesures visant la préservation de l'activité annoncés le 19 mars. La limite d'action de l'État semble atteinte et Pedro Sanchez multiplie les appels pour une réponse européenne à la crise.*

### Pays-Bas : *business as usual* ?

L'épidémie de Covid-19 gagne du terrain aux Pays-Bas. Les dernières données de l'Institut National de la Santé Publique et l'Environnement recensent 7 431 cas positifs et 468 décès. Contrairement à d'autres pays européens, les Pays-Bas avaient exclu, dans un premier temps, le confinement total de la population, privilégiant comme le Royaume-Uni la stratégie de l'immunité collective. Dans un discours adressé à la nation lundi, le Premier ministre a annoncé un renforcement des mesures de restrictions sans pour autant remettre en cause la stratégie initiale du gouvernement. Il y annonçait une interdiction des rassemblements de plus de deux personnes, la fermeture des écoles et de certains commerces et la généralisation du télétravail. Le gouvernement n'exclut cependant pas que face à une plus forte progression de l'épidémie, un confinement plus strict de la population soit possible. Des annonces pourraient être faites en ce sens mardi prochain.

Dans le même temps, en vue de contenir l'impact économique de l'épidémie, le gouvernement a annoncé une enveloppe budgétaire de 15 milliards d'euros sur trois mois, visant à soutenir les entreprises touchées par les mesures de distanciation sociale. L'accès au dispositif de chômage partiel devrait être facilité, allant jusqu'à la prise en charge de 90% de la rémunération des salariés, mais il reste conditionné au pourcentage de pertes d'activité des entreprises. Un report des charges sociales et des impôts devrait également être

accordé aux entreprises et également aux ménages. Les fonds de garantie préexistants devraient en outre être alimentés. Les programmes GO et BMKB, offrant des prêts bancaires garantis par le gouvernement et des crédits bancaires aux petites et moyennes entreprises, ont ainsi été étendus et les lignes allouées aux grandes entreprises ont été augmentées de 150 millions d'euros. Les taux d'intérêt sur leurs prêts devraient en outre être plafonnés à 2%. Des prêts similaires garantis par le gouvernement devraient également permettre de fournir des fonds de roulement aux petites et moyennes exploitations agricoles.

L'institut CPB a, dans une note récente, quantifié l'impact possible du coronavirus sur l'économie néerlandaise. Dans les quatre scénarii présentés, le CPB prévoit une récession de l'économie néerlandaise, dont l'amplitude dépendrait du prolongement ou non de la durée de restriction, allant d'une contraction de l'activité de 7% dans le scénario le plus défavorable à -1,5% dans celui présentant les projections les plus optimistes. La baisse de l'activité aurait également de lourdes répercussions sur le marché du travail selon l'institut, qui prévoit une hausse du taux de chômage qui pourrait atteindre 9,4% dans le scénario le plus défavorable. Il estime cependant que l'État serait en mesure d'absorber l'impact sur les finances publiques d'une telle dégradation avec une dette publique qui pourrait avoisiner 76% du PIB contre 49% en 2019.

**☑ Notre opinion** – *Alors que les annonces d'un confinement strict se multiplient, les Pays-Bas campent sur leurs positions et maintiennent une gestion de l'épidémie à contre-courant de celle des autres pays. S'agit-il d'une exception néerlandaise ? Beaucoup se posent la question. En ne décrétant pas le confinement de la population, le gouvernement en appelle à la responsabilité individuelle des citoyens et continue de miser sur la stratégie d'immunité collective de la population, qui vise à contrôler la contamination progressive de la population considérée non à risque, permettant à terme de créer un bouclier immunitaire qui protégerait celle à risque. Mais la hausse du nombre de cas cette semaine, de même que la décision du Royaume-Uni d'imposer un confinement de sa population, fragilise cette position. Malgré les critiques d'une certaine partie de l'opposition qui la juge insuffisante, la stratégie du gouvernement reste largement acceptée par la population qui ne juge pas nécessaire le durcissement des mesures de confinement.*

*La même approche a également été privilégiée sur le plan économique en affichant notamment une volonté de maintenir la marche normale de l'activité. Le plan de soutien annoncé vient en accompagnement et reste bien inférieur à celui mis en avant par les autres pays européens. Le gouvernement, qui n'exclut pas une récession, tente ainsi par tous les moyens de limiter la durée et l'impact économique et budgétaire de la crise. Cette approche frugale et différenciée dans la gestion de l'épidémie permet de comprendre les réticences du Premier ministre à mutualiser les moyens de réponse économique à l'épidémie au niveau européen. Malgré les annonces de l'Institut national de la santé publique et l'environnement qui se veulent encourageantes au sujet de la baisse de la vitesse de contamination au sein de la population, les données*

de cette semaine tendent à remettre en cause l'exception néerlandaise et il est fort probable que le pays annoncera des mesures de confinement la semaine prochaine, ouvrant ainsi la voie vers un plan de soutien massif de l'activité.

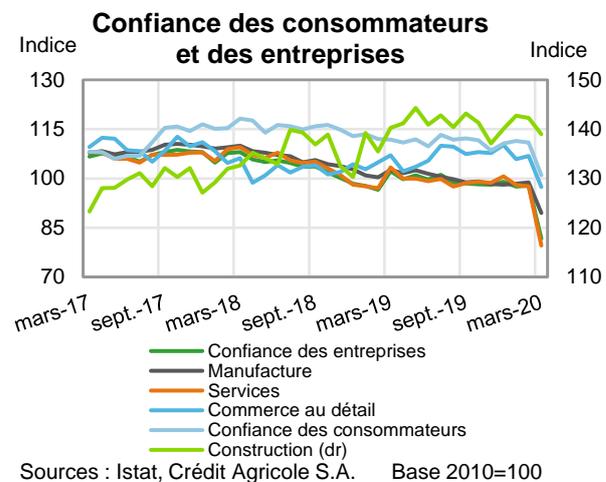
**Italie : forte baisse de la confiance en mars**

La confiance des consommateurs s'est dégradée fortement en mars (-9% par rapport à février). Toutes les composantes sont en baisse, notamment les opinions sur la situation économique du pays (-21%) et sur l'avenir de l'économie (-15%), mais celles sur la situation personnelle recule de 6% également.

La confiance des entreprises est également en baisse de 16%. Les entreprises du secteur des services affichent la baisse la plus importante (-18%), en raison d'une chute sévère des anticipations de commandes. La confiance dans le secteur du commerce de détail est en baisse de 9%, en raison d'une dégradation des anticipations des ventes, tandis que la baisse dans la construction a été plus contenue, de 2%, expliquée par la dégradation des opinions sur les commandes et des perspectives d'emploi.

La confiance des entreprises manufacturières recule de 9% par rapport à février. Les opinions sur le niveau actuel des commandes présentent un recul considérable (le solde d'opinions passe de de -15,6 en février à -23,9 en mars) ; il concerne à la fois les commandes étrangères et domestiques. Le stock de produits finis a légèrement augmenté et les avis sur le niveau de production ont reculé fortement, de -12,9 à -20. En ce qui concerne les attentes des entreprises manufacturières, le bilan est très lourd :

les attentes sur les commandes sont passées de 0,8 à -22, celles sur la production de 0,7 à -17,1 et celles sur la situation économique du pays de -15 à -63,8. Tous les compartiments du secteur manufacturier affichent des baisses prononcées dans les appréciations et les attentes sur les commandes, mais celui des biens d'équipement a été le plus touché. En outre, les attentes sur la facturation à l'export sont également en forte baisse : le solde d'opinions passe de 4,8 à -12,8.



**Notre opinion** – La confiance des entreprises et des consommateurs s'est fortement dégradée en mars. Les premières mesures prises par le gouvernement (la suspension des activités récréatives, de culture et loisir et le confinement imposé à tout le territoire national à partir du 11 mars) ont touché plus fortement le secteur de services, qui affiche la baisse la plus importante. Les secteurs de l'industrie et de la construction affichent des baisses plus contenues, car elles ont été affectées plus tardivement. Mais les attentes sur les niveaux de commandes et sur la situation économique du pays laissent penser que l'impact sera très fort dans les décisions d'investissement futures, ce qui pénalisera encore plus la croissance, au-delà de la baisse de la consommation.

**Italie : la production non essentielle à l'arrêt**

Afin de contenir la propagation du Covid-19, qui avait progressé exponentiellement la semaine dernière (4 480 nouveaux cas confirmés le 19 mars, contre 2 648 le 18 mars), un nouveau décret a été adopté le 22 mars par le gouvernement italien.

Toutes les activités considérées non essentielles ont été interrompues jusqu'au 3 avril. Après modification (le 25 mars), suite au débat entre le gouvernement et les syndicats concernant la liste des filières qui peuvent continuer à opérer, l'exécutif a publié la liste définitive : les filières de l'alimentaire et des boissons, de la pharmacie, de l'énergie, la fabrication de certains articles d'habillement, certains secteurs de la chimie, de la fabrication de papier et des constructions civiles, la production des équipements

médicaux, certains secteurs du génie civil et la fabrication de machines et équipements pour les industries concernées. Les activités professionnelles (droit, comptabilité, architecture, ingénierie, notariat), scientifiques et techniques peuvent également continuer à se dérouler, ainsi que les services de réparation des appareils électroniques et les activités de la finance et de l'assurance. Les services d'aide-ménagère (garde d'enfants, nettoyage et santé) sont également maintenus. En outre, les entreprises en mesure d'opérer sous forme de travail à distance peuvent continuer leurs activités, même si la filière n'est pas incluse dans la liste officielle.

En outre, suite à une ordonnance commune entre le ministère de l'Intérieur et le ministère de la Santé, les déplacements entre les différentes communes, que ce soit en transport public ou privé, sont strictement interdits. Les citoyens peuvent se déplacer entre les communes seulement pour des raisons professionnelles d'urgence absolue ou pour des raisons de santé. Les musées, les instituts et les lieux de culture restent fermés, ainsi que les établissements éducatifs, qui peuvent continuer à dispenser des cours à distance. En revanche, les bureaux de tabac, journaux, les banques, les pharmacies et les

magasins alimentaires et de première nécessité restent ouverts.

En ce qui concerne les mesures de soutien économique, après le décret « Cura Italia » du 16 mars, ayant mis à disposition 25 Mds € pour les entreprises et les ménages, le Premier ministre Conte a annoncé mercredi qu'un nouveau décret pour soutenir la liquidité et le crédit est à l'étude. Ce nouveau paquet serait, au moins, équivalent à celui de « Cura Italia » en termes du montant soit 25 Mds €.

**✓ Notre opinion** – *Le décret du 22 mars aura de conséquences lourdes pour l'économie, surtout pour le secteur industriel, qui avait déjà commencé à fermer ses sites de production bien avant l'adoption du texte, notamment en ce qui concerne les filières de la mécanique, de l'automobile, de l'électroménager et de la construction. Selon la Fondation des consultants du travail, 7,8 millions de salariés sont à l'arrêt du fait du dernier décret, soit une augmentation de 5,8 millions de travailleurs par rapport au décret du 13 mars, qui concernait principalement le commerce et les services. Ainsi, 34,8% des travailleurs seraient à l'arrêt, 27,2% continueraient à exercer leurs activités dans les domaines considérés essentiels et les 38% restant resteraient actifs dans les secteurs qui pourraient potentiellement continuer à opérer. Le blocage de l'activité est concentré dans le nord : 56 travailleurs sur 100 seraient bloqués dans cette région (20 dans la Lombardie), 20 dans le centre du pays et 24 dans le sud. Bien que le décret prévoie la reprise de l'activité le 3 avril et que l'évolution des nouveaux cas ait décéléré légèrement les derniers jours, il est probable que la mesure soit prolongée. En dehors des effets directs sur l'économie, les dispositifs de chômage partiel, étendus le 16 mars à l'ensemble du territoire et à l'ensemble des branches d'activité, seront coûteux pour les finances publiques. Pourtant, une intervention plus large de la politique budgétaire, visant à répondre à l'urgence sanitaire et à soutenir les familles et les entreprises, favorisera une reprise plus rapide de l'activité économique une fois que le choc dû au confinement aura cessé.*

## Royaume-Uni

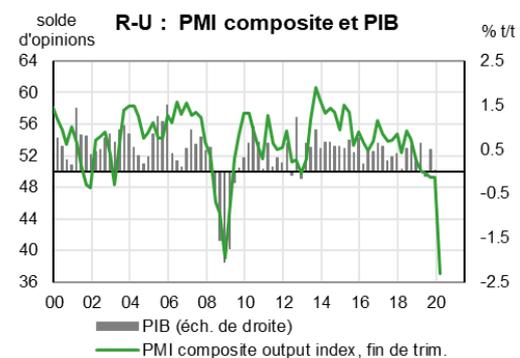
### Royaume-Uni : les PMI suggèrent une contraction de l'activité plus sévère qu'au pire de la crise financière de 2008

Les enquêtes préliminaires PMI auprès des directeurs d'achats ont enregistré des chutes records au mois de mars. Réalisées entre le 12 et le 20 mars, avant même que les mesures de distanciation sociale n'aient été mises en place<sup>1</sup>, elles signalent la plus forte contraction de l'activité dans le secteur privé depuis le début de la série en janvier 1998. L'indice PMI composite, qui est une moyenne pondérée de l'activité dans les services et dans le secteur manufacturier, baisse à 37,1 depuis 53 en février, soit un niveau plus bas que le record de novembre 2008 à 38,1.

C'est le secteur des services qui enregistre la plus forte baisse à 35,7, depuis 53,2 en février, tirée par les secteurs de l'hôtellerie, la restauration et autres centres de loisirs. Il s'agit du niveau le plus bas jamais enregistré depuis le début de la série en juillet 1996. Markit note également des baisses records de l'activité dans les secteurs du tourisme et du transport et les services *business-to-business*. L'enquête suggère les plus fortes destructions d'emplois depuis juillet 2009. L'indice des nouvelles commandes s'écroule à 35,1, depuis 52,4 le mois précédent, suggérant la plus forte chute de la demande depuis que le lancement de la série en 1996.

Le secteur manufacturier connaît aussi une forte détérioration de l'activité avec un indice PMI *output*

à 44,3, depuis 52,2 en février, au plus bas depuis juillet 2012. L'indice PMI manufacturier global baisse de manière plus contenue à 48, depuis 51,7 le mois précédent, en raison d'un ralentissement du rythme de baisse des stocks d'achats et d'un allongement record des délais de livraison (celui-ci étant un indicateur avancé de la hausse de la demande de matières premières). L'analyse des composantes du PMI manufacturier révèle, en plus d'une chute record de l'activité, une forte contraction de l'emploi (à 44,2, au plus bas depuis juillet 2009), des nouvelles commandes (à 44,9, au plus bas depuis août 2019) et de celles à l'exportation (à 43,7, au plus bas depuis juillet 2012).



Source : IHS Markit, Crédit Agricole S.A.

**✓ Notre opinion** – Les indices PMI signalent une forte contraction de l'activité au mois de mars, qui devrait conduire à une croissance négative au premier trimestre. L'indice PMI composite, dont la moyenne s'établit à 47,8 au premier trimestre, contre 49,5 au quatrième trimestre, suggère une contraction de l'ordre de 0,3% au premier trimestre. Une chute de l'activité qui paraît contenue, car elle est atténuée par les belles performances des enquêtes PMI du début de l'année (indice à 53 en janvier et février). Mais cette estimation est à prendre avec précaution, sachant que les PMI ont tendance à surestimer la croissance réelle et surtout qu'ils ne prennent pas en compte à ce jour l'impact des mesures de confinement. Les risques sont donc clairement orientés à la baisse. Les indices PMI signalent également une nette baisse de l'emploi.

### Royaume-Uni : la BoE anticipe « une très forte baisse de l'activité »

Après avoir lancé un arsenal de mesures d'urgence plus tôt ce mois-ci (dont une baisse de son taux directeur de 0,75% à 0,1%, le lancement d'une facilité de financement des petites et moyennes entreprises TFSME et la hausse de 200 milliards de livres de son programme d'achats d'actifs à 645 Mds de livres), le comité de politique monétaire (MPC) de la Banque centrale d'Angleterre (BoE) a décidé de garder sa politique monétaire inchangée à l'issue de la réunion du 25 mars dernier. En plus des minutes

de cette dernière réunion, la BoE a aussi publié les minutes de sa réunion extraordinaire du 19 mars, lors de laquelle la BoE avait décidé de porter son taux directeur à son niveau plancher et de relancer ses achats d'actifs.

Le MPC a notamment discuté les différents canaux de transmission de l'épidémie Covid-19 sur l'économie, ses impacts potentiels et les risques d'effets persistants à long terme. Tout d'abord, elle

<sup>1</sup> Les bars, les restaurants, les théâtres, les cinémas, les espaces de sport, etc. ont été fermés à partir du 20 mars au soir pour une durée indéterminée. Ces mesures ont été suivies par l'interdiction à partir du 24 mars de sortir de chez soi pour une durée initiale de trois semaines (sauf pour faire ses courses, pour faire des exercices physiques une fois par jour, pour porter

une aide médicale à une personne en danger ou encore pour se rendre au travail lorsque le télétravail n'est pas possible). Le gouvernement a indiqué qu'il reverrait ses mesures de confinement une fois par mois, suggérant qu'elles pourraient durer plusieurs mois.

s'attend à une « baisse substantielle » de la consommation des ménages. Plusieurs canaux de transmission entreraient en jeu :

- ✓ Une hausse du chômage et donc d'une baisse des revenus des ménages qui perdent leur emploi, en raison de la mise à l'arrêt de leur entreprise ;
- ✓ Une détérioration de la confiance des consommateurs impactant leurs achats de biens durables (y compris de biens immobiliers) représentant un cinquième de la consommation des ménages ;
- ✓ Une hausse de l'épargne de précaution (en corollaire avec la baisse de la confiance) ;
- ✓ Des mesures de distanciation sociale qui pèsent sur les activités de voyage, transport, restauration, loisirs, événements culturels (un cinquième de la consommation des ménages).

La hausse de la consommation de biens et services essentiels (dont produits alimentaires et boissons), qui représente, selon la BoE, la moitié des dépenses devrait être plus que compensée par la chute des autres types de dépenses, conduisant à une baisse significative de la consommation finale des ménages. Le recul de la demande engendrera à son tour une baisse des revenus des entreprises, dont certaines sont par ailleurs obligées d'arrêter de fonctionner temporairement, que ce soit en raison des mesures de confinement ou des perturbations des chaînes d'approvisionnement. Les décisions d'investissement devraient être reportées jusqu'à ce que la visibilité s'améliore et la confiance revienne.

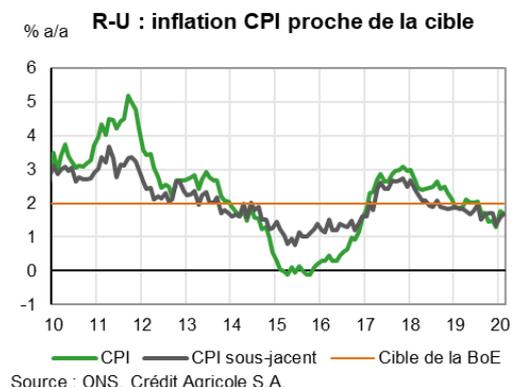
Les premiers indicateurs avancés d'activité ont été publiés cette semaine. Les PMI de mars, mais aussi les résultats des enquêtes de la BoE auprès des entreprises pour le premier trimestre. Celles-ci ont révélé une chute rapide et étendue de l'activité, avec une baisse des revenus entraînant des difficultés sévères de trésorerie et la fermeture de certaines entreprises. Côté emploi, la plupart des entreprises ont eu recours aux congés payés et à une baisse des heures travaillées, mais certaines ont aussi procédé à des licenciements.

Les effets de l'épidémie sur les pressions inflationnistes sont dans les deux directions, car le

choc est aussi bien sur la demande que sur l'offre. Certains secteurs connaissent une chute de la demande, tandis que d'autres doivent faire face à une hausse de la demande, alors même que leurs capacités de production sont négativement impactées par un manque de produits entrants sur fond de distorsions des chaînes d'approvisionnement.

À court terme, la BoE a révisé fortement à la baisse ses prévisions d'inflation. Elle s'attend à une baisse de l'inflation « sous les 1% au printemps », en raison de la chute du prix du pétrole et des décisions du gouvernement de ne pas augmenter les taxes sur l'essence et l'alcool. Précédemment la BoE s'attendait à une baisse de l'inflation vers 1,2% à la mi-année. Une accélération de l'inflation est anticipée par la suite, du fait de la dépréciation de la livre.

Par ailleurs, les chiffres d'inflation du mois de février publiés cette semaine par l'office des statistiques britanniques ONS ont montré une très légère baisse du CPI à 1,7% depuis 1,8% en janvier, un ralentissement essentiellement imputable à la composante énergie (à 3,7% sur un an, après 4,8% en janvier). L'inflation sous-jacente quant à elle accélère légèrement à 1,7% depuis 1,6%, sous l'effet d'une hausse de l'inflation des services de loisirs, de transport ou encore et de la communication.



Le volume des ventes au détail, publié cette semaine, a baissé de 0,3% en février et a été stable sur un an. Si ces chiffres ne reflètent pas les derniers développements liés à l'épidémie, l'ONS signale que les livraisons de commandes depuis la Chine ont été réduites en raison de l'impact du Covid-19.

**☑ Notre opinion** – *Tout en se gardant de donner une estimation chiffrée de l'impact de la crise sur l'économie, tant l'incertitude est grande et les indicateurs insuffisants, l'analyse de la BoE des premiers indicateurs disponibles montre un degré de vigilance extrêmement élevé. La BoE n'épargne pas dans sa communication l'utilisation de mots comme « une très forte baisse de l'activité », « sévérité de la perturbation anticipée », « choc brusque et important », « contraction marquée », « incertitude élevée », etc. Les craintes de l'institution portent sur le risque de faillites en cascade d'entreprises, avec en corollaire une hausse significative du taux de chômage, qui, si des mesures ne sont pas prises, pourraient laisser des séquelles durables sur l'économie. La BoE surveille la situation de près et se dit prête à réagir en cas de resserrement significatif des conditions financières et pour soutenir l'économie. Elle signale notamment la possibilité d'augmenter davantage ses achats de titres, qui semblent à ce jour son instrument privilégié.*

## Pays émergents

### Pays émergents : tout va devenir relatif...

Nous allons devoir vivre dans un environnement qui a plusieurs caractéristiques, et pour un bon moment. D'une part, tout bouge à toute allure, dans tous les pays et il est difficile de traiter l'information. En termes de méthode, cela veut dire **qu'il faut repérer les mouvements de fond et distinguer, semaine après semaine, ce qui peut impacter le long terme, au milieu d'une avalanche de chocs de court terme.**

D'autre part, les **anticipations de tous les acteurs sont flottantes, car l'incertitude est radicale, ce qui crée un fond de volatilité, mais aussi de recherche de « safe heaven ».** Très traditionnellement, cela affecte en premier lieu les pays émergents, car le marché cherche à la fois à repérer ceux qui peuvent s'en sortir mieux que les autres, mais aussi les pays qui pourront fournir de la liquidité. **Quant à l'incertitude sur la durée de la crise sanitaire, elle crée aussi des biais d'analyse :** l'écartement actuel des prévisions qui commencent à être publiées ressort d'un effet d'opinion tout autant que d'une réalité statistique.

#### De l'importance du facteur temps

Par ailleurs, les grilles d'analyse des pays évoluent : les facteurs de résilience deviennent essentiels, économie et politique, marge de manœuvre des gouvernements, cohésion des sociétés et, en résumé, capacité des pays à acheter du temps avant de connaître de fortes ruptures. **L'incertitude face à la durée de la crise sanitaire donne à ce facteur temps un poids très puissant.** Pour les entreprises, cela veut dire la trésorerie, qui leur permet d'attendre. Pour les États, cela veut dire les fonds souverains, le niveau des dettes, les budgets, la possibilité de baisses de taux ou de mener des politiques monétaires plus actives et atypiques. Pour la population, cela veut dire les niveaux de richesse et les aides immédiates pour les plus démunis. **Sur tous ces points, les pays émergents sont inégaux et ne ressortiront donc pas de la même façon de cette crise sanitaire : c'est un grand brassage des cartes.**

#### Les modèles économiques sont mis à nu

Dans cette course contre le virus, deux autres facteurs sont très importants pour déterminer qui va mieux s'en sortir. Le premier, c'est la **capacité des gouvernements à accepter la question de l'urgence sanitaire** et ce n'est pas le cas partout. Certains ont réagi vite comme la Colombie, la Tunisie, voire des pays africains. D'autres non, comme le Mexique, le Brésil ou la Russie. Le second, c'est la **qualité de leur secteur sanitaire.** **Bien sûr, on pense au niveau de développement et à la densité urbaine dans certains pays. Mais**

**pas seulement : cela renvoie aussi aux choix politiques antérieurs et plus profondément, aux modèles économiques.** La crise sanitaire dans certains pays développés est là pour le prouver.

Autre point de fragilité, qui commence à se dessiner, et qui peut avoir des conséquences majeures après la crise : le décalage entre les décisions de régions qui se confinent, alors que le pouvoir central ne l'a pas décidé (Brésil, Pakistan). **Or, la capacité des États à gérer la crise sanitaire sur tout le territoire va aussi déterminer la confiance qu'ils vont être capables de préserver. D'une façon générale, le virus va être un grand test politique.**

Enfin, ce qui est certain, c'est que tout va devenir relatif et cela bouleverse aussi les grilles d'analyse du risque pays, on commence à le sentir. En termes de croissance par exemple : tout pays qui sera capable d'afficher de la croissance deviendra intéressant (et certains pays émergents possédaient un acquis de croissance qui peut les avantager). **En termes de dette : où vont se situer les seuils d'alerte pour les pays émergents dans un univers où les pays développés semblent s'en exonérer ? Comment vont s'adapter les ratings souverains ?**

#### Cette semaine

Dans les événements les plus récents, quatre d'entre eux doivent être soulignés.

**Le premier c'est la dimension nouvelle que prend la crise pétrolière avec le déplacement du centre de gravité de la crise sanitaire vers le cœur du système économique global, Europe et États-Unis.** La guerre des producteurs risque de devenir secondaire face à l'amplitude du choc de la baisse de la demande. Et le cumul d'un excès d'offre et d'une faible demande donne à la question pétrolière des dimensions historiques, selon le directeur de l'Agence internationale pour l'énergie.

**Le deuxième événement majeur, c'est l'Inde qui opte pour un confinement total de sa population.** Cette décision, comme pour les autres pays à très fort peuplement (Égypte...), laisse redouter une situation sanitaire et sociale extrêmement difficile (25% de la population active indienne dispose d'un vrai contrat de travail), ainsi qu'un choc économique majeur, pour un pays dont les banques sont déjà en mauvais état et qui n'a pas de marge de manœuvre budgétaire. Que dire de l'Afrique, où quarante pays sont désormais touchés, et qui ne compte (c'est une moyenne) que deux médecins pour 10 000 habitants ? Dans cette crise, bien sûr, les plus pauvres, pays comme individus, payeront le prix le plus fort et les inégalités vont s'accroître. Le FMI est déjà appelé à la rescousse.

Troisième événement, c'est la deuxième vague de contagion en Asie – liée à des retours de ressortissants – qui touche des pays ayant résisté à la première vague, et qui met à nouveau à l'épreuve leurs lignes de défense. La Corée emploie les mêmes techniques d'auto-confinement et de tests. La Chine dérouté les avions qui vont vers Pékin, pour tester leurs occupants et ferme ses frontières aux non-résidents. Mêmes types de mesures à Hong Kong, Singapour ou Taïwan. De fait, **le caractère global de la pandémie impose des mesures de contrôle ou fermeture des frontières qui vont peser sur la reprise, car leur levée ne sera pas facile.** Cela rend difficile, à ce jour, de croire aux scénarios rapides « *back to normal* »...

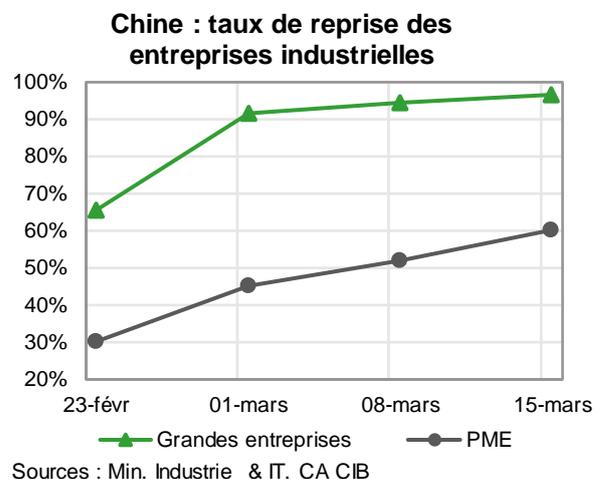
 **Chine : où en est la reprise ?**

Alors que le reste du monde s'enferme, la Chine lève peu à peu les dernières mesures de confinement dans le Hubei. Les habitants de la ville de Wuhan pourront ainsi ressortir de chez eux à partir du 8 avril, après près de deux mois et demi enfermés. Bien sûr, les risques d'une seconde vague de contamination ne peuvent être écartés – la totalité des nouveaux cas sont maintenant importés – ; mais la Chine s'est vite adaptée : déviation de tous les vols internationaux à destination de Pékin – où les centres de quarantaine sont surchargés – vers d'autres villes de province où les passagers sont testés, quarantaine obligatoire dans des lieux gérés par le gouvernement, mais aux frais des voyageurs. C'est indéniable, la vie et l'activité reprennent, ce qui doit donner de l'espoir aux autres pays luttant contre l'épidémie. Les données d'activité de mars ne sortiront pas avant plusieurs semaines, et en attendant le PMI de mars la semaine prochaine, l'observation de données dites « à haute fréquence » permet déjà de se faire une idée de l'ampleur de la reprise.

- ✓ **Mobilité urbaine** : cet indicateur est essentiel pour déterminer si la reprise de l'emploi a eu lieu et peut aussi servir de *proxy* pour estimer la demande des consommateurs et donc les ventes au détail, même s'il ne permet pas de prendre en compte les ventes en ligne. À l'exception de Pékin, toutes les grandes villes présentent maintenant des tendances semblables aux données de 2019 sur la même période. Le taux de travailleurs actifs, qui ne tient pas compte de tous les employés en télétravail, s'établit quant à lui à 70%, contre 33% il y a un mois.
- ✓ **Trafic** : de forts effets de compensation sont observés, puisque le trafic autoroutier a bondi (+22% en glissement annuel sur la semaine dernière), tandis que celui des transports collectifs reste largement inférieur à son niveau habituel, en particulier dans les métros des grandes villes et le secteur aérien.

Quatrième événement, le G20 téléphonique, organisé par l'Arabie saoudite, qui semble ne pas avoir servi à grand-chose, sauf montrer que les tensions géopolitiques courent encore. Finissons cette liste du monde en crise avec deux constats atterrants et symétriques : l'incapacité de l'Arabie saoudite et de la Russie à bouger, au point que la question pétrolière n'est même pas évoquée dans le compte rendu ; et l'incapacité des États-Unis à bouger, même transitoirement, sur la question des sanctions internationales (une demande de V. Poutine, mais aussi de certains responsables de l'ONU)... **Bref : on attend la coordination internationale dans un monde où les frontières de tout genre sont puissamment de retour.**

- ✓ **Production industrielle et activité économique** : à la mi-mars, 97% des grandes entreprises industrielles avaient redémarré leur activité (contre 79% il y a un mois), contre 60% des PME (30% il y a un mois). Au niveau de l'activité économique globale, la moyenne dans les provinces est de 70%, sauf dans le Hubei (38%). Trivium estime que 75% des grandes entreprises et 70% des PME toutes catégories confondues fonctionnent à leur capacité normale. La consommation de charbon se situe à 80% de son niveau habituel.



**C'est dans ce contexte plutôt optimiste que la PBoC a décidé de maintenir ses taux directeurs inchangés la semaine dernière, une décision à rebours de celles prises par la plupart des banques centrales du monde.**

Pas d'annonce fracassante non plus au niveau budgétaire : bien sûr, les autorités chinoises ont indiqué leur intention de stimuler les ventes de voitures (hausse du nombre de plaques dans les grandes villes et distribution de subventions pour changer de véhicule) et continuent d'afficher un soutien fort aux entreprises touchées par la crise. Mais elles ont aussi réaffirmé que « l'immobilier était fait pour se loger, pas pour spéculer », sous-

entendant ainsi qu'il n'y aurait pas de relance majeure, notamment par des facilités de paiement étendues dans ce secteur, qui pourrait au contraire être purgé de ses actifs toxiques. Enfin, le soutien aux PME passe surtout par les banques – certes en majorité publiques – sans que l'État n'apporte pour le moment de garantie souveraine.

**La grande incertitude demeure celle du soutien à l'emploi, nouvelle priorité des autorités, qui devrait peut-être intervenir dans un second temps, lorsque l'activité aura totalement redémarré.** Là encore, le contraste avec l'Europe où tous

les gouvernements ont annoncé de vastes mesures allant du chômage partiel aux fonds de soutien pour les indépendants, en passant par des garanties publiques aux entreprises, est frappant. Alors qu'on croyait l'objectif des 5,6% de croissance – celui qui permettrait de doubler le PIB sur dix ans – primordial, la Chine surprend par son manque de réaction. Bien sûr, il est encore trop tôt pour tirer des conclusions définitives de ce qu'aura été le plan de relance chinois, mais force est de constater que pour le moment l'Europe paie, tandis que la Chine attend.

 **Asie : les mesures de confinement se durcissent, alors que le nombre de cas augmente**

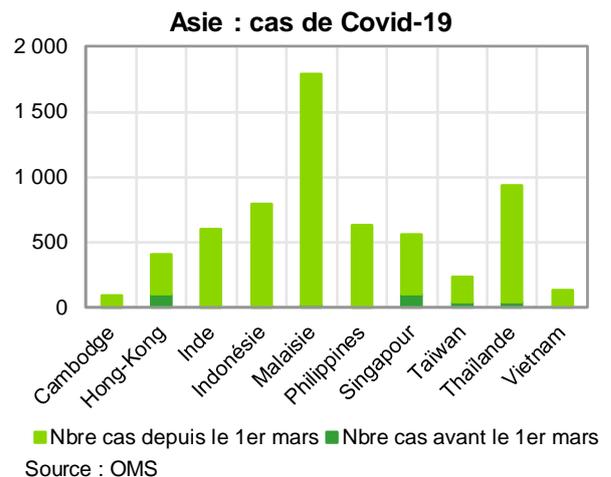
Alors qu'ils avaient été peu touchés par les premières vagues de contamination, les pays d'Asie observent à leur tour une hausse croissante du nombre de cas, de surcroît certainement sous-estimée en raison de la faiblesse de leurs systèmes de santé. Après la Malaisie et les Philippines (ville de Manille uniquement), l'Inde a décidé de confiner l'intégralité de sa population (1,3 milliard d'habitants) pour au moins trois semaines.

**Encore plus qu'en Europe, ces décisions sont difficiles à prendre**, car très coûteuses en termes d'activité immédiate et susceptibles de causer des dommages irréversibles plus profonds. L'Inde et l'Indonésie – qui n'a pas encore mis en place de mesures de confinement total – sont les pays qui pourraient payer le plus lourd tribut, en raison de la structure de leur économie, plus tournée vers la demande intérieure.

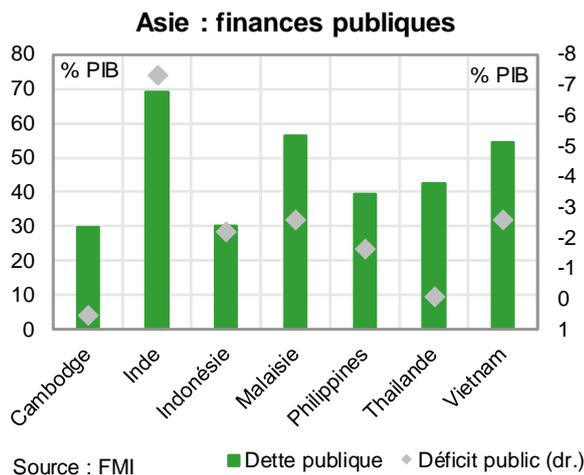
Les pays de l'ASEAN, plus ouverts, essaieront quant à eux de limiter au plus les restrictions d'activité sur la production, afin de profiter au maximum du redémarrage de la Chine, bien souvent leur premier client et fournisseur. Dans ce contexte, il est bien sûr très difficile d'anticiper les trajectoires de croissance de chacun, largement influencées par les décisions sanitaires, qui évoluent rapidement. Aucun consensus ne semble plus se dégager.

**Trois premiers constats cependant :**

- 1 - La crise va accroître l'hétérogénéité entre les pays de la zone ;**
- 2 - Les marchés ont commencé à discriminer les pays en fonction des fragilités perçues, qui ne sont pas toujours alignées avec les fondamentaux macro-économiques ;**
- 3 - Les capacités de résilience dépendront aussi des marges de manœuvre monétaire et budgétaire dans chaque pays.**



Contrairement aux pays européens, les filets de sécurité sociale (chômage en particulier) sont peu développés dans les pays asiatiques. La crise sanitaire, lorsqu'elle s'accompagne d'une perte d'activité, pourrait donc déboucher sur une crise économique de grande ampleur, couper la trajectoire de développement de certains pays et faire rebasculer une partie de la population dans la pauvreté. Les pays à même de s'en sortir le mieux seront donc ceux qui auront à la fois pu éviter au maximum l'arrêt total de l'activité et qui disposent encore des marges budgétaires pour agir. À l'exception du Cambodge, tous les pays de la zone présentent un déficit public, en moyenne autour de 2% du PIB. L'Inde, avec une dette publique à 70% du PIB, un déficit de 7,3% et de faibles ressources fiscales (20% du PIB en tenant compte des impôts locaux) apparaît comme le pays le plus mal placé pour compenser la perte d'activité résultant de l'épidémie.



Dans ce contexte de grande volatilité d'un côté et alors que de nombreux Etats vont devoir recourir aux marchés pour lever de la dette, ces derniers discriminent selon des critères de vulnérabilité perçus, pas toujours alignés avec les fondamentaux macro-économiques des pays. L'Indonésie, par exemple, a été le pays le plus attaqué sur son change et ses taux, alors qu'il est l'un des moins endettés de la zone et n'a pas encore pris de mesures généralisant le confinement, et donc pénalisantes pour la croissance. **Dans un univers incertain, où tous les repères basculent, les marchés ont tendance à se raccrocher à leur expérience passée et donc à discriminer les « usual suspects », pourtant pas toujours les plus exposés.**

**Moyen-Orient - Afrique du Nord : la double crise (Covid-19 et pétrole) affecte tous les pays pétroliers de la région, mais différemment selon les pays**

Comme en Europe, la plupart des pays pétroliers de la région renforcent les mesures de lutte contre l'épidémie et viennent de décider, après la fermeture des frontières, du confinement total de leur propre population pour au moins quinze jours. Les pays du Golfe limitent l'activité de leurs compagnies aériennes et instaurent des mesures de confinement. L'Arabie saoudite a décidé de fermer ses commerces et d'instaurer un couvre-feu dans les trois principales villes (Riyad, La Mecque et Médine). L'arrêt de nombreuses activités commerciales, industrielles et administratives vont avoir un impact élevé sur la croissance économique de tous les pays et, actuellement, tous les gouvernements revoient leur prévision de croissance du PIB à la baisse.

Trois risques principaux peuvent être identifiés sur la région et celle-ci est particulièrement vulnérable en raison de l'économie essentiellement rentière qui la caractérise :

- 1 - La crise sanitaire elle-même et son impact sur la **croissance économique**.
- 2 - L'économie du **pétrole** impactée par l'effondrement des prix qui oscillent entre 26 et 30 dollars le baril depuis une semaine.

3 - Les activités de transport et de **tourisme**, conséquence indirecte de la crise sanitaire, mais aussi de la récession mondiale qui s'annonce.

Cependant, de nombreux pays de la région disposent aussi d'amortisseurs économiques et financiers très solides, comme des dettes modérées ou des **fonds souverains** fortement dotés et qui pourraient être mobilisables en cas de tensions de liquidité. Cela leur permet d'acheter du temps, ce dont beaucoup de pays émergents ne vont pas disposer.

Mais ce sont aussi des pays dont les structures économiques déformées par la rente ne sont globalement pas saines, donc tout est effectivement question de temps, car si la crise se prolonge trop longtemps et que ces pays épuisent leurs réserves, le choc pourrait alors être très violent, économique et monétaire. Leur résistance va donc être fonction de deux facteurs : la courbe de récession mondiale (et la durée de la crise) et la durée, ainsi que l'intensité du choc pétrolier.

Le tableau ci-dessous identifie les risques auxquels sont confrontés les pays pétroliers de la région et les amortisseurs dont la plupart d'entre eux disposent encore.

| Moyen-Orient / Afrique du Nord : coronavirus et pays pétroliers |         |                          |                                      |  |                   |               |
|---|---------|--------------------------|--------------------------------------|--|-------------------|---------------|
|   | Pays    | Coronavirus cas déclarés | Vulnérabilité à la baisse du pétrole | Vulnérabilité du transport et tourisme | Réserves et Fonds | Impact global |
| 1   | Algérie | -                        | ---                                  |  | +                 | ---           |
| 2   | Arabie  | --                       | --                                   | -                                      | ++                | -             |
| 3   | Bahrein | -                        | --                                   | -                                      | +                 | ---           |
| 4   | EAU     | -                        | --                                   | --                                     | +++               | -             |
| 6   | Irak    | -                        | --                                   |  |                   | --            |
| 7   | Iran    | ---                      | -                                    | --                                     |                   | ---           |
| 10  | Koweït  | -                        | -                                    |  | +++               | -             |
| 12  | Libye   | -                        | --                                   |  | +                 | --            |
| 14  | Oman    | -                        | ---                                  | -                                      | +                 | ---           |
| 15  | Qatar   | --                       | -                                    | -                                      | +++               | -             |

Légende : "-" = modéré ; "--" = moyen ; "---" = fort

 **Afrique sub-saharienne : en parallèle à la crise sanitaire qui s'étend, de forts ajustements monétaires**

La crise du coronavirus s'étend toutefois peu à peu sur le continent africain, encore peu touché, et la plupart des pays prennent des mesures de protection allant de la fermeture des frontières, à celles des lieux publics, écoles et parfois commerces. Certains pays ont déjà adopté des mesures de confinement total, comme en Europe. Avec 900 cas de contaminés, l'Afrique du Sud vient de prendre une décision de confinement total de sa population pour trois semaines et a sollicité l'aide du G20. Le Nigéria s'apprête à faire de même. Le Kenya a instauré un couvre-feu.

Compte tenu de ses fragilités, le continent fait l'objet d'une attention particulière de la part des autorités sanitaires internationales. Avec quarante pays déjà touchés, le responsable régional de l'OMS estime que le continent a encore des opportunités pour prendre des mesures préventives plus draconiennes, afin d'éviter la propagation du virus.

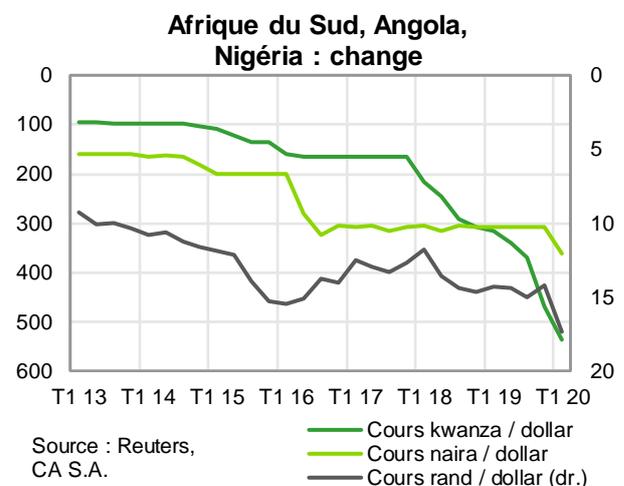
De son côté, le FMI pense que la croissance économique du continent va être sérieusement affectée par cette crise et la forte baisse de la demande mondiale.

**Conséquence de la crise et de la baisse des prix des matières premières, la dépréciation des monnaies se poursuit donc,** notamment sur le rand sud-africain, le kwanza angolais et le naira nigérian. Le gouvernement de Lagos a annoncé une dévaluation de 17% de sa monnaie.

Pour soutenir les pays les plus pauvres et notamment, les pays d'Afrique sub-saharienne, le FMI et

la Banque mondiale ont demandé conjointement aux créanciers d'alléger la dette de ces pays, afin de ne pas les plonger en crise de liquidité. Les deux institutions multilatérales ont annoncé **par ailleurs** avoir sécurisé un montant de 60 milliards de dollars de garanties et de prêts divers, afin de **répondre à l'urgence sanitaire** des pays les plus pauvres. Certains pays occidentaux ont déjà annoncé le renforcement de leur aide bilatérale.

**Les semaines qui viennent seront déterminantes. La plupart des spécialistes et des observateurs sont peu optimistes et estiment que le continent risque d'être fortement touché.**



 **Europe de l'Est : l'étrange apesanteur de la Russie**

La Russie s'adapte au virus en ressortant de vieux réflexes soviétiques. D'abord, il y a eu un temps assez long pendant lequel les autorités ont tout simplement minimisé le danger, sans doute aussi en espérant aller jusqu'au référendum du 22 avril... qui a finalement été supprimé. Ensuite, des décisions d'auto-confinement ont été prises. Elles ressemblent beaucoup au modèle coréen... mais sans les tests qui vont de pair, justement, avec ce modèle (la Corée ne pratique pas le confinement massif, mais la quarantaine des cas identifiés, et surtout, a l'un des pourcentages de tests les plus élevés au monde rapporté à la population infectée). Enfin, le narratif politique va bon train qui fustige les élites non patriotiques, revenues de l'étranger, qui ne se sont pas auto-confinées et qui ont répandu la maladie.

Tout cela – c'est-à-dire la nécessité de réécrire tout événement à l'aune de la Kremlinologie – tout cela a retardé la prise de conscience de la gravité de la maladie. Pourtant, la Russie compte à ce jour 658 cas dont 410 à Moscou. Pourtant, Moscou compte 1 800 000 habitants qui sont soit âgés, soit souffrant de maladies chroniques...

**Une évolution de la position du Kremlin**

Depuis quelques jours néanmoins, les choses ont évolué et l'auto-confinement se répand de façon plus efficace, notamment sous l'impulsion du maire de Moscou, N. Sobyanine, dont on dit à présent qu'il est le vrai numéro 2 du Kremlin (et oui, car en Russie, rien n'arrête la discussion sur la succession...), et qui a pris la tête du groupe de travail chargé de la lutte contre le virus. V. Poutine a également fait un discours devant la nation, annonçant un certain nombre de mesures pour aider les entreprises et les particuliers en difficulté (reports de taxation des PME, multiplication par deux des aides aux chômeurs etc.), ainsi qu'une semaine de vacances générales pour éviter la propagation du virus ! De fait, pour la majorité des Moscovites, cela veut dire aller à la maison de campagne traditionnelle en Russie (la datcha)...

Mais tout cela fait dire à certains observateurs que Poutine joue gros en suivant une politique dite « au fil de l'eau » : si les vacances à la datcha et le potager de printemps n'arrêtent pas le virus – et elles

ne l'arrêteront sans doute pas –, la Russie peut s'engager dans un vilain scénario sanitaire, d'autant que son secteur de santé ne peut absolument pas résister à un virus non maîtrisé. Dans ce cas, le coût politique sera élevé. V. Poutine doit cependant en être bien conscient, car il a aussi déclaré qu'il faudra quelques mois pour se débarrasser du Covid.

### Une population et une culture qui peuvent jouer un rôle

La Russie est donc clairement en danger sanitaire mais elle a aussi des atouts : une habitude de la population à gérer les questions d'état de siège national (ce n'est pas un détail, car aujourd'hui, la question des vieux réflexes culturels joue un vrai rôle et les Russes savent attendre) ; une bonne préparation des grandes entreprises, qui, semble-il, sont déjà toutes en télétravail ; une digitalisation assez avancée de la population (la Banque mondiale avait noté cela dans un récent rapport). Quelques atouts aussi en matière économique, qui peuvent aider à résister aux chocs : le pourcentage assez faible de PME dans le PIB, qui était un inconvénient d'ordinaire, car cela contraignait la croissance potentielle, devient plutôt un avantage. En effet, partout, ce sont les PME qui sont touchées les premières.

### Le moyen d'acheter du temps

Et surtout, rappelons que les entreprises russes comme l'État (le fonds souverain) ont profité des sanctions pour se désendetter et accumuler de la trésorerie, ce qui va leur permettre d'acheter du temps, donc de limiter les effets récessifs à la fois du choc de demande mondiale, du choc pétrolier et d'un éventuel arrêt de production en interne. Pour tous les pays, la bataille qui s'annonce est aussi une bataille contre le temps.

Au final, Standard and Poor's vient de renouveler le *rating* russe, avec un *outlook* stable. Cette confiance surprend dans l'univers actuel, mais elle n'est peut-être pas totalement erronée, fondée notamment sur une *break even* budgétaire le plus bas de tous les pays pétroliers et sur un change flexible. De fait, sa récente glissade permet d'équilibrer un peu les coûts d'exploitation des producteurs pétroliers. Ainsi, il n'est pas si étonnant que la Banque centrale n'ait pas bougé ses taux la semaine dernière, cherchant à s'adapter à son nouvel environnement, qui risque de durer quelques mois – un pétrole en dessous de 30 dollars par baril et un rouble à près de 85 contre l'euro. Là encore, en matière de politique monétaire, la question est celle de la résistance et du temps.

À ce jour, le bilan russe est donc très dégradé, très menacé, mais en termes relatif, comparé à d'autres pays, il n'est pas catastrophique, malgré le Covid et le pétrole. Mais évidemment, cette situation peut évoluer très vite, et vers le négatif.

### Ukraine : la fragile stabilisation macro-économique face à la crise sanitaire

Plusieurs nouveaux fronts s'ouvrent pour le gouvernement Zelensky avec l'arrivée du virus en Ukraine et la situation mondiale autour de celui-ci.

Du point de vue économique : faire face à la crise sanitaire avec un système de santé encore de faible qualité représenterait entre 3,5 et 4 milliards de dollars (selon les estimations du gouvernement). L'Ukraine espère pour cela, profiter du fonds d'aide contre le Covid-19 tout juste créé par le FMI pour aider les pays les plus pauvres à faire face à la crise.

Les mesures de confinement et de fermetures partielles des frontières vont à leur tour marquer un ralentissement fort de la production industrielle – déjà en baisse avant la crise Covid-19 –, mais aussi des exportations suite à la diminution de la demande externe. Les lieux de loisirs et restauration étant déjà fermés ainsi que les établissements scolaires, l'activité économique est fortement ralentie. Le taux de croissance du PIB d'environ 3,5% que nous anticipions avant la crise sera très fortement revu à la baisse, selon la durée de la crise. Pour le moment, il y a moins de 200 cas et moins d'une dizaine de décès, mais le retour massif des travailleurs ukrainiens employés dans les pays de l'UE pourrait faire croître rapidement le nombre de cas.

Selon les premières estimations des marchés, l'ampleur de la récession que pourrait connaître le pays devrait varier entre 5% et 9% en se basant sur un pic de la pandémie en mai ou en juin/juillet. Une forte hausse de l'inflation s'en suivrait et à nouveau un appauvrissement des Ukrainiens. De plus, la situation ne va pas forcément s'améliorer avec la baisse des prix des matières premières liée au choc de demande mondiale. Rappelons que l'Ukraine est essentiellement bi-exportatrice (acier et céréales) et très sensible, de ce fait, au cycle de croissance chinois. La baisse des prix du pétrole devrait cependant compenser partiellement l'effet choc de la demande globale.

Mais ce qu'il faut craindre encore plus, c'est la solvabilité du souverain qui, en cas de difficultés majeures, affaiblirait la légitimité de la gouvernance de l'État, et mettrait le pays dans une forte instabilité économique et politique (rappelons que l'Ukraine a très peu de marges de manœuvre : les réserves de change sont inférieures à quatre mois d'importations). Le pays a d'importantes échéances de dettes externes à honorer en 2020 (plus de 9 milliards de dollars) et un accord avec le FMI est plus que jamais nécessaire. Une première tranche promise de 5,5 milliards de dollars devrait être débloquée sous condition. Le bailleur de fonds s'attend à ce que le

gouvernement vote une loi (avec consultation préalable du FMI) qui empêcherait les propriétaires des banques nationalisées en 2016 de reprendre leurs actifs et notamment Igor Kolomoisky, l'ancien actionnaire de Privatbank nationalisée et recapitalisée à hauteur de 6% du PIB par l'État.

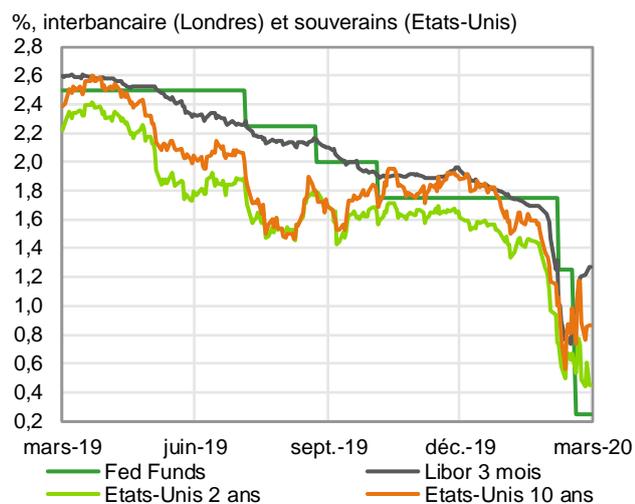
Cela nous amène ainsi à la question politique : Zelensky joue sa crédibilité sur sa capacité à obtenir un accord avec le FMI dans une période aussi complexe pour son pays. De plus, il faut rappeler que le président vient tout juste de changer son

gouvernement et son Premier ministre, après à peine six mois de mandat.

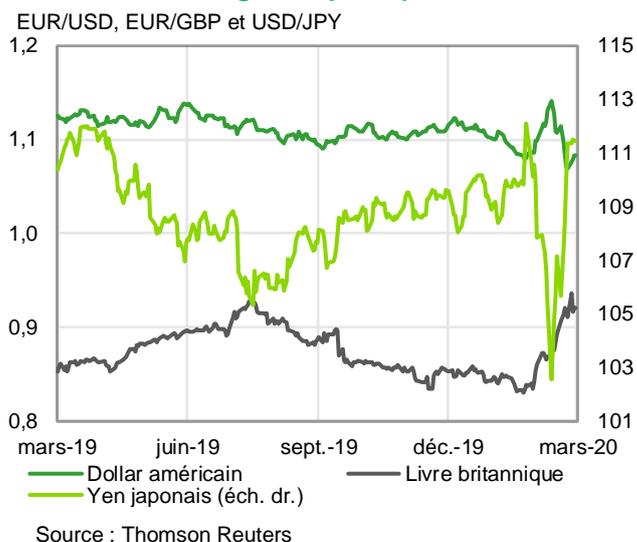
Enfin, les derniers changements du gouvernement pouvaient laisser croire que le président souhaitait avancer sur le chantier de résolution du conflit avec la Russie, mais malheureusement le moment tombe mal, car tous les alliés de ce processus sont occupés à résoudre les crises sanitaires qui frappent leur propre pays et les rencontres internationales sont suspendues. En revanche, la Russie continuera très probablement à mettre beaucoup de pression et à faire des avancées sur ce terrain.

## Tendances à suivre

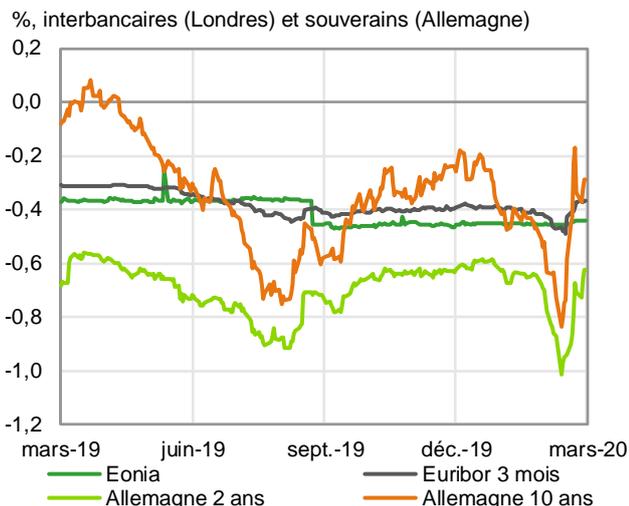
### Taux d'intérêt en dollar américain



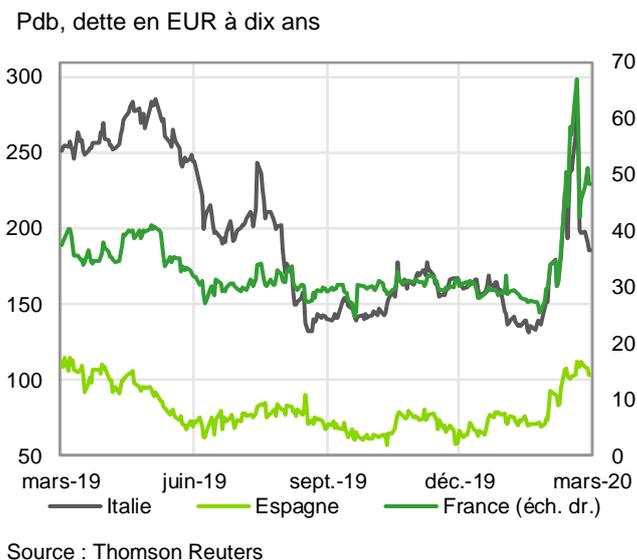
### Taux de change des principales devises



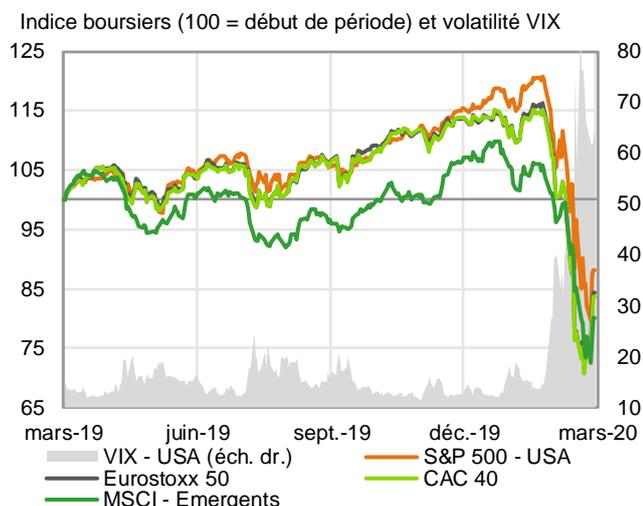
### Taux d'intérêt en euro



### Spreads souverains européens avec le Bund



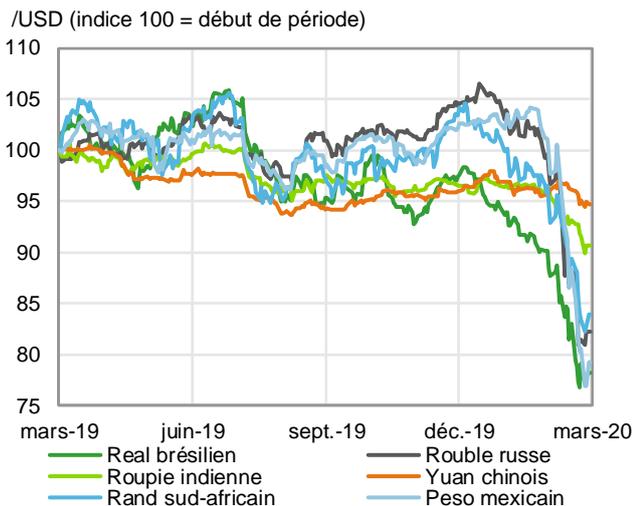
### Marché actions



### Cours de l'once d'or

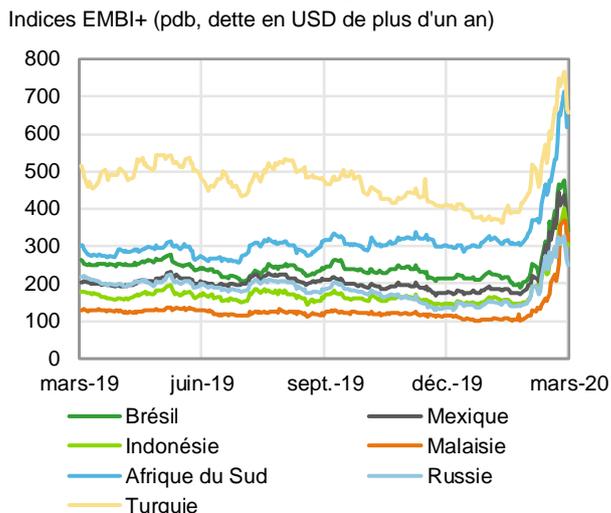


### Devises émergentes



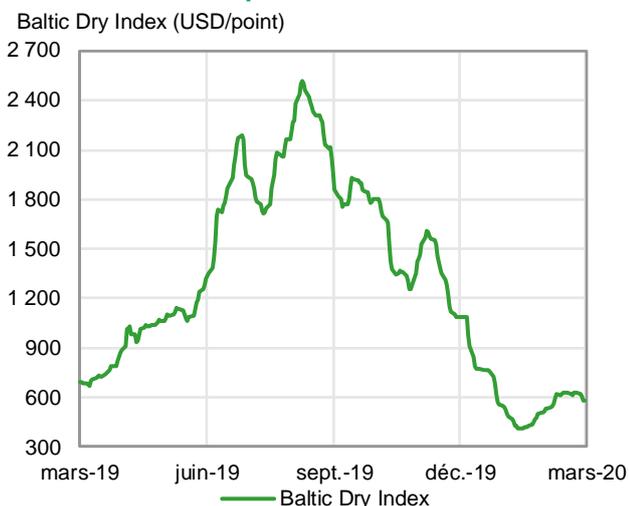
Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond



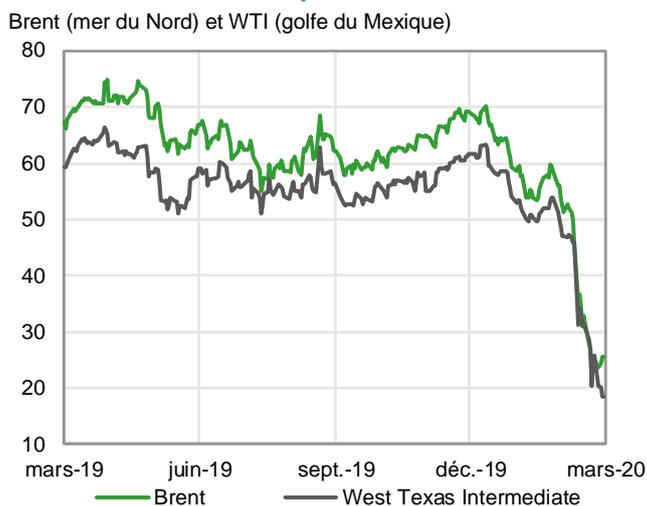
Source : JP Morgan

### Coût du transport maritime de vrac sec



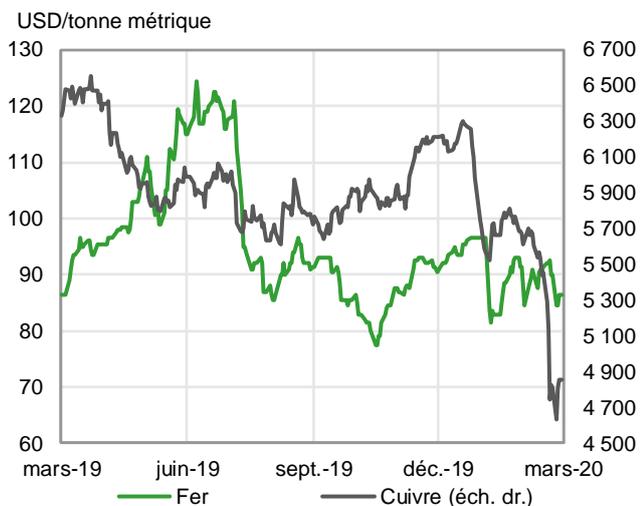
Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD



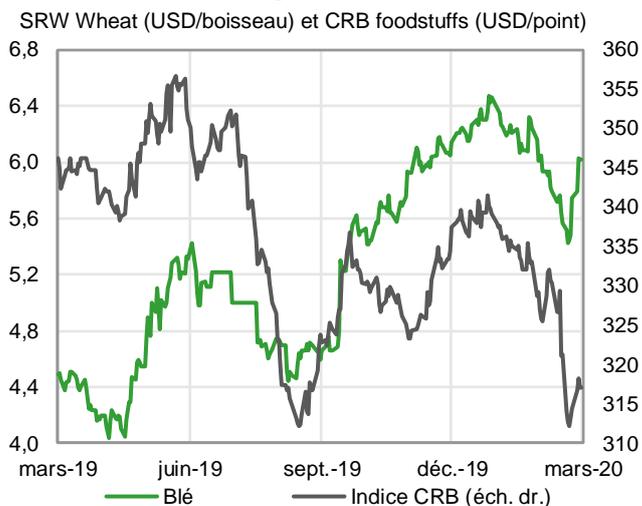
Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

### Agriculture



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



## Monde – Scénario macro-économique 2020-2021 – 20 décembre 2019

### Un équilibre délicat

### Prévisions économiques & financières

| Date       | Titre   | Thème              |
|------------|---|--------------------|
| 25/03/2020 | <u>Covid-19 : aux grands maux, les grands remèdes</u>                                 | Monde              |
| 20/03/2020 | <u>Monde – L'actualité de la semaine</u>  | Monde              |
| 18/03/2020 | <u>Connectivité intelligente et Data : l'enjeu majeur de la sécurité du numérique</u> | Sectoriel          |
| 13/03/2020 | <u>Monde – L'actualité de la semaine</u>  | Monde              |
| 11/03/2020 | <u>La Chine ralentit à court, moyen et long terme</u>                                 | Chine              |
| 06/03/2020 | <u>Monde – L'actualité de la semaine</u>  | Monde              |
| 04/03/2020 | <u>La puissance des « esprits animaux »</u>   | Economie           |
| 03/03/2020 | <u>Infographie – Top 10 des fintech à suivre en 2020</u>                              | Banques, sectoriel |
| 02/03/2020 | <u>Italie – Conjoncture : flash</u>   | Italie             |
| 02/03/2020 | <u>France – Travail temporaire : tendances à fin février 2020</u>                     | France, sectoriel  |

### Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

**Directeur de la publication :** Isabelle JOB-BAZILLE

**Rédacteur en chef :** Armelle SARDA

**Zone euro :** Pierre BENADJAOU, Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE, Paola MONPERRUS-VERONI, Anna SIENKIEWICZ, Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS

**Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves :** Slavena NAZAROVA

**Europe centrale et orientale, Asie centrale :** Tania SOLLOGOUB, Ada ZAN

**Asie :** Sophie WIEVIORKA

**Amérique latine :** Catherine LÉBOUGRE

**Afrique du Nord, Moyen-Orient :** Olivier LE CABELLEC

**Afrique sub-saharienne :** Cécile JIN

**Documentation :** Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

**Statistiques :** Robin MOURIER

**Réalisation et Secrétariat de rédaction :** Véronique CHAMPION – Fabienne PESTY

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

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

**Internet :** <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

**Application Etudes ECO** disponible sur l'[App store](#) & 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.*