

Perspectives

Hebdomadaire – N°20/062 – 3 avril 2020

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Le marché du travail, triste indicateur avancé.....	1
☞ Géométrie des courbes : les illusions et les réalités de la durée	3
☞ France : les mesures de soutien montent en régime	4
☞ Zone euro : les enquêtes d'activité de mars impriment les premières marques d'une récession annoncée.....	5
☞ Zone euro : le secteur automobile en première ligne de la mise à l'arrêt des chaînes de production.....	5
☞ Commission européenne : SURE solution de transition ou solution finale ?	6
☞ Italie : l'énorme défi de l'industrie italienne	7
☞ Collaboration internationale : attention au scénario de dislocation	8
☞ Chine : PMI.....	10
☞ Hong-Kong et Singapour : ouverts, exposés mais résilients.....	10
☞ Pologne : vers une inévitable récession	11
☞ Moyen Orient - Afrique du Nord : la crise du Covid-19 affecte aussi les pays non pétroliers.....	12
☞ Moyen Orient - Afrique du Nord : les bourses chutent dans le sillage des indices mondiaux.....	13
☞ Maroc : le pays touché par le coronavirus	13
☞ Égypte : les premiers effets de la crise du coronavirus.....	14
☞ Amérique latine : des réponses s'échelonnant de « l'audace au déni »	15

☞ Le marché du travail, triste indicateur avancé

Les nouvelles demandes d'allocations chômage aux États-Unis ont atteint 6,6 millions durant la semaine s'étant achevée le 28 mars, doublant par rapport au chiffre de la semaine précédente lui-même considérable (3,3 millions à rapprocher d'un niveau hebdomadaire moyen de 219 000 en 2019). L'augmentation du nombre de demandes d'emploi illustre les dégâts immédiats causés par l'épidémie de Covid-19. Avec près de 10 millions de personnes sollicitant des prestations de chômage en seulement deux semaines, on pouvait déjà redouter un bond du chômage vers un taux à deux chiffres dès avril, à la suite de destructions prévisibles d'emplois. Or, celles-ci ont excédé toutes les attentes : les données des enquêtes sur les « *non farm payrolls* » signalent la destruction de 701 000 emplois en mars, contre 100 000 attendus. Pour la première fois depuis septembre 2010, les créations nettes d'emploi sont négatives : le marché du travail

se contracte et le taux de chômage atteint 4,4% (3,5% en février).

Les dommages sur le marché du travail sont donc déjà considérables, alors même que l'enquête, terminée au début du mois de mars, ne les capte pas intégralement. Bien que le gouvernement, dans le cadre du récent plan de soutien (et non de relance) budgétaire, tente d'atténuer la perte de revenu (paiements directs aux ménages et augmentation de l'assurance-chômage), cela présage de très (très) mauvais chiffres de consommation et de croissance au deuxième trimestre. En anticipation de la nécessité de promouvoir la reprise une fois le « *shutdown* » terminé, Nancy Pelosi (*speaker* de la Chambre des représentants) a présenté un plan de relance de 760 milliards de dollars sur cinq ans, 3,5% du PIB. Les républicains s'y sont opposés, arguant notamment du fait que la

mise en œuvre (ne serait-ce que législative) du précédent plan de soutien n'était pas encore achevée.

La perspective d'avoir à financer un plan de soutien déjà colossal semble avoir été éclipsée par les signes annonciateurs de choc économique majeur : les taux américains à dix ans se sont encore repliés. À 0,60%, ils offrent un surplus de rendement par rapport au Bund de seulement 105 points de base. Compte tenu de la baisse sensible des taux à dix ans américains (130 points de base) depuis le début de l'année, ce différentiel de taux a été divisé par deux, mais ne parvient pas à promouvoir l'appréciation de l'euro (et c'est heureux). Malgré le programme très agressif de la BCE (PEPP annoncé la semaine dernière), les taux allemands se sont très légèrement tendus, tout comme les primes des souverains non *core* et périphériques : le mouvement d'écartement n'est pas massif ; mais il se prolonge et porte les *spreads* sur les taux dix ans

français, espagnol et italien à, respectivement, 48, 112 et 193 points de base.

En dépit de la réponse massive de la BCE, le marché semble hésiter et attendre des éclaircissements sur les mesures de confinement (ils risquent de tarder) et leurs dommages économiques (ils seront déprimants). Cela indique que, si l'action de la BCE a contribué à apporter une forme d'accalmie précaire, elle n'a pas tari les sources d'inquiétude des marchés (c'est normal). Après le refus par les autorités allemandes et néerlandaises d'obligations « communes » destinées à financer les dépenses publiques liées au Covid-19 (« coronabonds »), peut-être s'agit-il d'une stratégie (inconsciente) visant à faire pression sur les responsables de la zone euro avant la réunion de l'Eurogroupe la semaine prochaine...

Editorial

Géométrie des courbes : les illusions et les réalités de la durée

Le volet sanitaire de l'épidémie reste de loin l'aspect le plus urgent à traiter, pour des raisons humanitaires mais pas seulement. L'aspect économique dépend largement des avancées dans la connaissance des caractéristiques de l'épidémie, de sa durée et de sa diffusion.

La temporalité et le degré de rigidité des mesures de confinement sont cruciales pour en prévoir les conséquences économiques et sont intimement liées aux caractéristiques de l'épidémie. C'est pour cette raison que la réponse ne peut en aucun cas différer d'un pays à l'autre, au risque de rendre vain l'effort collectif.

La plupart des économies continentales européennes ont d'abord adopté des mesures dites de « suppression », pour contenir l'épidémie dans les petits foyers initiaux. Ces mesures visent à stopper la croissance de l'épidémie, en faisant tomber au plus bas le nombre de cas grâce au confinement total de tous les citoyens. Quelques semaines plus tard, ces mesures se sont avérées efficaces sur ces territoires restreints avec la disparition des cas de contagion. Entre temps néanmoins, le virus, déjà présent ailleurs de façon moins concentrée, avait pu se diffuser plus amplement sur l'ensemble des territoires nationaux. Les gouvernements ont alors d'abord adopté des mesures dites d'atténuation, visant à ralentir, sans l'arrêter, l'épidémie, afin de lisser le pic de demande de soins, tout en protégeant les individus les plus à risque. Il s'agit de mesures de distanciation sociale, de l'isolement des cas suspects ou malades, de la fermeture des écoles et universités, et de la protection des personnes vulnérables¹.

Ces mesures se sont révélées insuffisantes pour contenir la diffusion et éviter la surcharge des systèmes de santé. Des mesures de confinement plus strictes, presque totales, ont ensuite été étendues à la totalité du territoire national. Cette stratégie semble commencer à porter ses fruits en Italie, pays précurseur en Europe, ayant fait le premier l'expérience d'une diffusion sur un rythme exponentiel du virus. Depuis le 27 mars, la croissance des nouveaux cas ralentit.

Les épidémiologistes alertent néanmoins sur la forme qu'adoptera la courbe des nouvelles contagions². Il ne s'agirait pas d'une courbe en cloche en forme de loi normale ou gaussienne avec la population des cas équitablement distribuée autour d'une moyenne et qui correspond à une croissance exponentielle, un pic et une baisse toute aussi rapide. Il s'agirait plutôt d'une courbe logistique, prévoyant une croissance exponentielle des cas, qui atteint ensuite un plateau. Pas de pic

donc comme dans les pays (Chine et Corée) qui auraient su maîtriser les foyers initiaux par un confinement très précoce et total, mais un plateau pour une durée assez longue. La question que l'Italie va devoir bientôt affronter, en précurseur européen, est donc celle de la stratégie de normalisation. Quel degré de confinement adopter lorsque le ralentissement, voire la baisse des nouveaux cas sera confirmée ? Comment gérer la descente en évitant de perdre le contrôle ? Les scientifiques alertent sur le fait que la résurgence périodique de l'épidémie serait inéluctable en cas de relâchement trop précoce des mesures de confinement. La probabilité est donc élevée de se retrouver face à une courbe sinusoïdale, témoignant d'un redémarrage de la contagion. Dans ce cas, c'est bien une nouvelle courbe montrant un pic bien plus élevé que celui connu qui est projetée par les épidémiologistes vers la fin de cette année. Une évolution qui effacerait vite les résultats acquis au prix de grands efforts des populations et de pertes économiques.

Le principal défi pour les gouvernements est donc l'arbitrage évident entre la sévérité de la récession et les conséquences sanitaires. Il s'agit pour eux de minimiser la valeur actualisée d'une fonction objectif qui dépend de la mortalité et du coût sur l'activité des mesures de confinement. La question pour les autorités est de trouver le juste dosage pour gérer le plateau du taux de croissance des contagions. Il s'agit de permettre le relâchement de certaines restrictions, tout en s'assurant que la croissance de la contagion se maintient sur ce plateau, qui permet la non-saturation des systèmes de santé et le traitement correct des cas les plus graves. Leur fonction objectif dépend naturellement du nombre de personnes déjà infectées. C'est ainsi que l'intérêt se déplace de la détection des contagions à la détection des personnes immunisées (celles qui ont déjà eu un contact avec le virus, qu'elles soient guéries, avec des symptômes ou asymptomatiques). Celles-ci pourraient (le conditionnel est impératif pour un nouveau virus si mal connu) donc reprendre l'activité sans diffuser la maladie. Plus le pourcentage de ces personnes est élevé plus les chances d'une normalisation de l'activité augmentent.

Toute analyse économique de l'impact de cette épidémie sur l'activité ne peut pas se désintéresser de ce débat scientifique. C'est donc avec beaucoup d'humilité qu'il faut dessiner des courbes de reprise de l'activité, qu'elles soient en forme de V, de U, de W ou de L.

¹ Seth Flaxman, Swapnil Mishra, Axel Gandy et al. Estimating the number of infections and the impact of non-pharmaceutical interventions on COVID-19 in 11 European countries. Imperial College London (2020)
Patrick GT Walker, Charles Whittaker, Oliver Watson et al. The Global Impact of COVID-19 and Strategies for Mitigation and Suppression. WHO Collaborating Centre for Infectious Disease Modelling, MRC Centre for Global Infectious Disease Analysis,

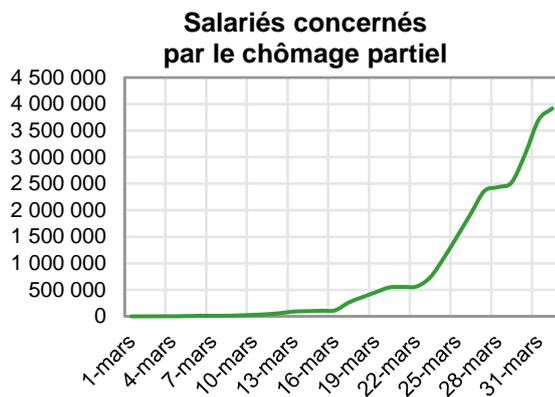
Abdul Latif Jameel Institute for Disease and Emergency Analytics, Imperial College London (2020)

² Fernando Alvarez, David Argente, Francesco Lippi
A Simple Planning Problem for COVID-19 Lockdown Version préliminaire, 30 mars 2020, Einaudi Institute for Economics and Finance

Zone euro

France : les mesures de soutien montent en régime

Un nombre croissant d'entreprises a recours au chômage partiel financé par l'État selon les premières données publiées par la DARES. Au 1^{er} avril, 425 000 demandes avaient été déposées pour près de 4 millions de salariés. 20% des salariés du privé sont ainsi déjà concernés par ce dispositif.



Sources : DARES, Crédit Agricole S.A.

Si les secteurs ayant le plus recours au chômage partiel sont le commerce et l'hôtellerie et restauration, d'autres secteurs non directement touchés par les mesures de fermeture d'établissements y ont également massivement recours. C'est le cas notamment de la construction. Les estimations du

gouvernement tablant sur un coût du dispositif de 8,5 Mds d'euros pour 2 millions de salariés (ceux des entreprises forcées à fermer depuis le 14 mars) sont donc d'ores et déjà obsolètes et le coût du dispositif pour les finances publiques pourrait bien être multiplié par deux. Pour l'OFCE, ce sont même 5,7 millions de salariés qui pourraient être concernés.

Il est un peu plus compliqué de suivre l'évolution des autres mesures, néanmoins, 35 000 entreprises ont déjà effectué des demandes de crédits de trésorerie garantis par l'État, pour un total de 6 milliards d'euros. L'enveloppe des garanties d'État, s'élevant à 300 milliards d'euros sur l'année 2020, devrait être suffisante pour garantir la continuité de l'octroi de prêts bancaires et éviter que des difficultés de financement ne viennent s'ajouter à la perte de revenu d'activité des entreprises. Les entreprises, notamment les PME, sont en effet confrontées à des problèmes de trésorerie marqués : faiblesse de l'activité et des profits, profits quasi-nuls ou pertes pour certaines entreprises fragilisées, allongement des délais de paiement, notamment retards dans le règlement des factures des grands groupes à leurs fournisseurs. Elles bénéficient du chômage partiel et de reports d'impôts et de loyers, mais de nombreux coûts subsistent : fournisseurs, télécommunications, entretien, assurances, gestion des stocks etc.

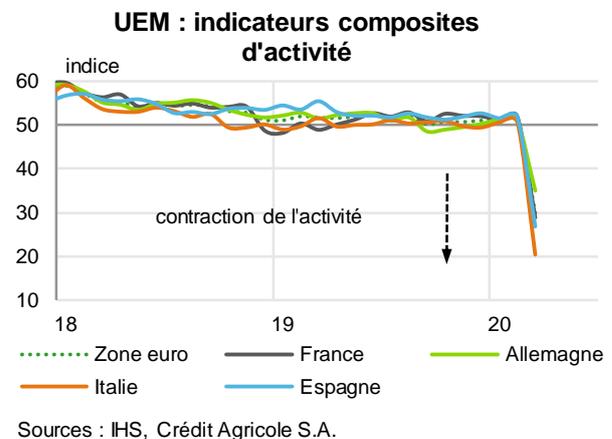
Principales mesures	Coût (première estimation)
Soutien direct de la BPI aux entreprises	3 Mds €
Facilitation du recours au chômage partiel.	Au moins 11,5 Mds € pour 2 mois
Reports de paiement des impôts et des cotisations sociales de mars, et annuler les impôts et charges pour les entreprises les plus 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 jusqu'à 2 000 € par mois.	Au moins 1 Md € par mois
Indemnités pour parents sans solution pour la garde de leurs enfants.	2 Mds €
Rehaussement de l'Ondam (dépenses d'assurance maladie)	4 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
Total	Plus de 50 Mds €

✓ Notre opinion – Si le recours au chômage partiel s'avère couteux, cette mesure reste néanmoins indispensable pour envisager un peu plus sereinement une reprise de l'activité économique à la fin du confinement et éviter une montée massive du chômage. À titre de comparaison, aux États-Unis, 10 millions d'inscriptions au chômage (soit 6,5% des salariés du privé) ont été comptabilisées sur les deux dernières semaines.

Zone euro : les enquêtes d'activité de mars impriment les premières marques d'une récession annoncée

Les enquêtes auprès des directeurs d'achat en zone euro ont enregistré une très forte contraction de l'activité au mois de mars, avec un indice composite atteignant un plus bas niveau historique à 29,7 points (l'indice composite avait atteint 36 points au plus fort de la crise de 2009), contre 51,6 points le mois dernier. L'indice manufacturier, déjà en contraction le mois dernier à 49,2 points, a chuté de presque 5 points et l'indice des services s'est effondré de plus de 26 points. Un constat que l'on retrouve bien évidemment en France (indice composite à 28,9 points), en Allemagne (35 points), en Espagne (26,7 points) ou en Italie (20,2 points), où le virus Covid-19 et les mesures de confinement pour stopper sa propagation ont mis les économies brutalement à l'arrêt. Les enquêtes sur le sentiment économique de la Commission européenne signalent, elles aussi, une nette dégradation de l'activité dans l'ensemble des pays de la zone au mois de mars. L'ensemble des cinq secteurs sondés

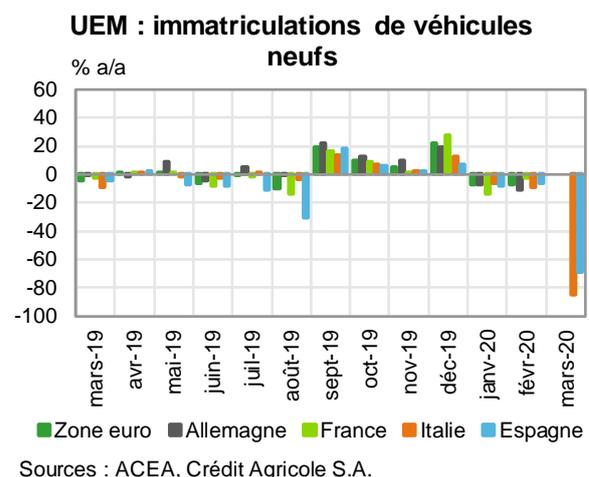
affichent une chute significative à l'exception de la construction. La confiance du consommateur et les activités de services enregistrent en revanche les plus fortes baisses.



Notre opinion – L'ampleur du choc d'activité en zone euro au mois de mars est conséquent et représenterait une chute de la croissance du PIB de 2,2% en variation trimestrielle au T1 2020. Toutefois, le mois d'avril sera vraisemblablement lui aussi sacrifié au regard des mesures de confinement préconisées dans les différents pays impactant ainsi le T2. L'incertitude sur la prolongation de ces mesures et sur une prochaine sortie de crise au niveau mondial laisse planer des scénarios de croissance toujours plus sombres en fonction de la durée de la pandémie, avec comme unique certitude, une récession inévitable de la zone euro pour l'année 2020.

Zone euro : le secteur automobile en première ligne de la mise à l'arrêt des chaînes de production

Les données préliminaires des nouvelles immatriculations en zone euro font ressortir une nette baisse du volume des véhicules neufs enregistrés au mois de mars. Nous ne disposons pas pour l'heure de la totalité des pays concernés, mais les chiffres concernant l'Italie soulignent une chute de près de 82% du nombre de voitures immatriculées (28 000 véhicules, contre 163 000 le mois précédent). En Espagne, le nombre d'immatriculations a baissé de 60%, portant ainsi le volume traité à 38 000 ce mois-ci, contre 95 000 le mois dernier. En France, les mesures de confinement ont débuté près d'une semaine avant l'Allemagne, mais devraient impacter l'activité automobile tout aussi fortement, avec une activité réduite à l'arrêt complet dans ces deux pays à partir de la moitié du mois de mars.



Notre opinion – Les nouvelles immatriculations en zone euro sont attendues en forte baisse au mois de mars au regard des chiffres publiés en Italie et en Espagne. En France et en Allemagne, celles-ci ne devraient pas être en deçà des chutes observées chez leurs voisins. Les concessionnaires et les plateformes administratives d'enregistrement des nouveaux véhicules sont à l'arrêt depuis le milieu du mois, comme toutes les activités non essentielles pour freiner la propagation du virus. L'activité du secteur se retrouve davantage fragilisée par cette pandémie, après une demande atone en 2019 qui s'est traduite par une chute de la production industrielle de plus de 8,5% en zone euro l'an dernier.

Commission européenne : SURE solution de transition ou solution finale ?

Après les tensions exacerbées par la dernière réunion du Conseil européen entre États du sud et du nord de la zone euro, la déclaration des présidents du Conseil européen, de la Commission, de la BCE et de l'Eurogroupe du 31 mars a voulu souligner que « la seule voie est celle d'une stratégie commune dans un esprit de solidarité ». En amont de la prochaine réunion de l'Eurogroupe du 7 avril, la Commission européenne s'est donc empressée d'annoncer son nouveau programme SURE, *Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency following the COVID-19 outbreak*.

Mandatée par le Conseil européen à accroître encore la flexibilité et l'effet de levier dans l'utilisation des instruments de l'UE et par l'Eurogroupe à présenter une proposition opérationnelle d'un fonds de réassurance contre le chômage, la Commission a annoncé un plan de 100 Mds € (0,7% du PIB de l'UE) de prêts aux pays de l'UE

Ce fonds temporaire et limité aux États membres de l'UE est destiné à fournir des prêts à long terme à des taux favorables, pour soutenir les dépenses que les États engagent pour financer les dispositifs de chômage partiel. Les prêts peuvent être renouvelés, mais il y a des limites de concentration pour limiter le risque encouru par la Commission sur chaque pays. Ainsi, la part versée aux trois principaux bénéficiaires ne pourra dépasser 60% du total. Le montant des prêts déboursé sur un an ne pourra pas excéder 10% du total alloué au fonds, ce qui en réduit la portée en tant que mécanisme d'urgence.

Le fonds sera alimenté par des ressources extérieures affectées et pas par des postes du budget de l'UE. C'est avec un effet de levier dû à la bonne notation de crédit de la Commission (AAA)

qu'elle pourra lever ces fonds à de faibles coûts, en s'appuyant sur 25 Mds € (0,17% du PIB de l'UE) de garanties fournies volontairement par les États membres en pourcentage de leur PIB. C'est seulement lorsque ces garanties seront apportées que le fonds deviendra opérationnel. Les pays pourront donc bénéficier des conditions plus favorables d'endettement de la CE et ne pas être discriminés dans l'utilisation des prêts, grâce à la garantie commune. S'agissant des garanties, donc de passifs contingents et pas de versements, ces dernières ne seront pas comptabilisées en tant que dette dans les budgets nationaux.

L'utilisation du fonds sera activée sur demande d'un État membre. La CE produira une évaluation pour définir le montant, la maturité et le taux appliqué au prêt. Le Conseil européen aura le mot final pour valider le prêt, avec un vote à la majorité qualifiée.

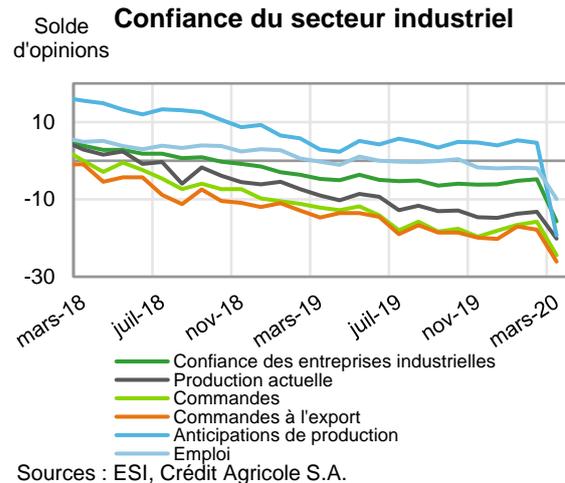
La déclaration du 31 mars appelait à utiliser tous les leviers disponibles au niveau national et communautaire. L'exhortation à « penser à des solutions en dehors des sentiers battus, bien que dans le cadre des Traités » était une invitation claire à utiliser le budget de l'UE en mobilisant l'article 122 du Traité fondamental de l'UE. Celui-ci prévoit la possibilité de fournir une assistance financière *ad-hoc* et temporaire, lorsqu'un État membre connaît des difficultés ou une menace sérieuse de graves difficultés, en raison de catastrophes naturelles ou d'événements exceptionnels échappant à son contrôle. Cet article a déjà été mobilisé pour fournir les premières aides à l'Irlande, au Portugal et à la Grèce dans le cadre du *European Financial Stabilisation Mechanism*, précurseur du Mécanisme européen de stabilité.

☑ Notre opinion – *L'action de la Commission n'est rien de plus qu'un pansement pour soigner les déchirures entre pays qui se sont manifestées, lorsque d'autres options d'assistance financière ont été portées à la table de discussion. Le débat n'étant pas encore mûr sur ces options, la Commission se veut rassurante sur la volonté et sur la capacité de l'Europe à soutenir les pays les plus affaiblis par la crise. Elle annonce aussi un recours aux ressources propres communautaires pour lancer ce qui devrait être le Plan Marshall européen, en mobilisant le prochain budget pluriannuel pour un vaste plan de reprise.*

Aujourd'hui le débat se situe très en deçà des ambitions. Entre la proposition de la Commission de porter le cadre financier pluriannuel 2021-2027 à 1,1% du revenu national brut de l'Union, soutenue par certains pays, et celle des pays du nord de le maintenir à son niveau, les marges de manœuvre pour un grand élan pour la reconstruction après-crise sont limitées. Ces mesures ne seront pas suffisantes pour éloigner les appels à développer un actif sûr européen pourvu de façon symétrique, Eurobond ou Covidbond. Les pays du sud ne se satisferont pas non plus des propositions visant à utiliser le cadre existant du Mécanisme européen de stabilité, qui prévoit dans tous les cas une conditionnalité (aussi réduite qu'elle pourra l'être) et un effet de stigma. Cette tentative de la Commission de détourner l'attention du débat sur un actif sûr européen est le signal de l'impasse dans laquelle la zone euro se trouve en amont de l'Eurogroupe de mardi prochain.

 **Italie : l'énorme défi de l'industrie italienne**

En attendant les chiffres officiels de la production industrielle de mars (qui seront disponibles en mai), Confindustria a publié les résultats de ses enquêtes rapides sur le secteur. L'impact est très sévère, bien qu'il ne soit pas surprenant, étant donné l'arrêt de l'activité industrielle en cours dans le pays, suite aux mesures gouvernementales d'arrêt des productions non essentielles et de confinement (environ 60% des entreprises manufacturières seraient fermées ou bloquées). Le recul de la production en mars aurait été de -16,6% sur un mois et de -5,4% au premier trimestre. La variation mensuelle aurait été la plus prononcée depuis les années 60. Les perspectives sont encore plus sombres : l'association des industriels signale que la production pourrait chuter de 15% au T2. Les opinions concernant les carnets de commandes en effet sont également en baisse, de -7,6% en mars (-12,6% sur un an).



Notre opinion – Les données disponibles d'enquêtes (PMI et Commission européenne) confirment un scénario très négatif, malgré le fait que les enquêtes aient été clôturées avant le décret d'arrêt de la production non essentielle du 23 mars : l'indice PMI manufacturier est tombé à ses valeurs les plus basses depuis onze ans (à 40,3, contre 48,7 en février), avec une production à son plus bas niveau historique et des nouvelles commandes au niveau du printemps 2009 ; la confiance des entreprises manufacturières dans l'enquête ISTAT a également chuté rapidement en mars, avec des opinions sur les commandes en forte baisse et des stocks en accumulation (en raison d'une très forte baisse de la demande).

L'impact sur les entreprises non-financières est difficile à mesurer, car les prolongations des mesures de confinement se décide au fur et à mesure que les informations sont disponibles sur l'évolution de la propagation du virus (cette semaine, le gouvernement a prolongé le blocage des activités jusqu'au 13 avril). Cerved, agence de notation et de consulting de référence sur les conditions des entreprises, prévoit une perte entre 270 Mds € et 650 Mds € du chiffre d'affaires en fonction de la durée du confinement. Selon une hypothèse de fermeture jusqu'à fin mai (scénario optimiste), les entreprises italiennes perdraient 7,4 % de leurs revenus en 2020 (les pires performances s'afficheraient dans la Basilicate et dans le Piémont en raison de la forte exposition au secteur automobile) pour rebondir en 2021 de +9,6 %. Cela ramènerait le chiffre d'affaires au-dessus du niveau de 2019.

D'un point de vue sectoriel, les impacts seraient très diversifiés dans l'économie : les prévisions font état d'une perte particulièrement importante parmi les hôtels, les agences de voyage, le transport aérien, l'organisation d'événements, la production de remorques et l'aménagement de véhicules et les concessionnaires automobiles, qui verraient leurs revenus diminuer de plus d'un quart. À l'inverse, certains secteurs pourraient bénéficier de la situation d'urgence : une croissance importante est attendue pour le commerce en ligne, la distribution alimentaire moderne et les équipements médicaux. Dans un scénario plus pessimiste (scénario de stress jusqu'à fin 2020 avec un délai de six mois pour retrouver le plein fonctionnement de l'économie,) la baisse des revenus des entreprises pour l'année en cours serait de 17,8 %.

Pour compléter l'image, Cerved signale dans une autre étude que dans le cadre d'un scénario plus optimiste, 6,8% des entreprises encourraient un risque de défaut (10,4% seraient dans cette situation dans le cas d'un scénario de stress). En outre, l'ANFIA rend disponibles les nouvelles immatriculations de véhicules automobiles de mars : -85%, sur un an. Le défi pour l'industrie italienne est monumental et aura des conséquences à très long terme pour l'économie du pays.

Pays émergents

Collaboration internationale : attention au scénario de dislocation

Pour l'instant, sur le plan sanitaire, non seulement les États ne collaborent pas, ou si peu (le terme de collaboration paraît même décalé face aux affaires de préemption de masques ou de respirateurs...), mais les signaux se multiplient aussi sur les risques de restriction de certains États aux exportations alimentaires, dans un contexte où d'autres font des stocks stratégiques.

L'Ukraine parle de quotas sur le blé, le Vietnam sur le riz, le Kazakhstan sur la farine, la Serbie sur le tournesol... Bien sûr, dans ce genre de situation, ce sont les plus pauvres qui sont les premiers en détresse. De fait, même dans les scénarios les plus optimistes de redémarrage du cœur du réacteur économique, la situation peut-être vite catastrophique pour les pays les plus pauvres, si la phase de quasi arrêt d'activité globale a été accompagnée de disruptions d'offre : ils n'ont pas les moyens « d'acheter du temps ».

Ainsi, le Sénégal se prépare-t-il à apporter de l'aide alimentaire à la moitié de sa population, alors que les mesures de confinement n'ont pas encore été annoncées. Ainsi, le confinement annoncé de Kinshasa a-t-il été repoussé, car cette simple perspective créait déjà des émeutes...

Les responsables des organismes multilatéraux appellent donc à l'aide. Pour l'ONU, J. Gutteres rappelle que la crise que nous connaissons est la pire depuis la deuxième guerre mondiale, car elle est la combinaison d'une maladie, d'une récession mondiale et d'un risque d'instabilité, de violence, de conflits. Et il déclare que l'aide aux pays en développement est cruciale, demandant des dons et précisant les conditions de création d'un fonds d'aide spéciale à l'ONU. **Le FMI, l'OPEP et l'Otan : agir et se réinventer au plus vite**

La question de l'aide d'urgence est évidemment sur la table du FMI et celle de ses ressources va se poser. À ce jour, 85 pays demandent du soutien, soit plus que pendant la crise de 2008. Il y a quelques semaines, le FMI a présenté une ligne de 50 Mds USD d'aide d'urgence pour les plus vulnérables à travers deux types de facilités : 10 Mds (*rapid credit facility* – pas d'intérêt) pour les pays à plus faibles revenus et 40 Mds (*rapid financing instrument* – intérêt 1,5%) pour les besoins de soutien urgent de balance des paiements, incluant les risques liés à des chocs de matières premières, mais aussi des catastrophes naturelles ou conflits. Tout cela est assez classique, mais augmenté et accéléré. Le FMI fait donc ce qu'il faut, mais l'ampleur de la crise systémique pose bien sûr la question de ses moyens.

Le FMI annonce une capacité de prêt d'1 trillion de dollars, mais à laquelle il faut amputer 190 milliards déjà promis. Il faut noter de plus que 525 milliards (*unactivated borrowed resources*) dépendent d'un vote qui permet de **débloquer les ressources**, mais que ce vote doit réunir 85% des voix, sachant que les États-Unis ont *de facto* une position de veto avec 25% du total. La question des ressources conduit donc directement à la position qu'adopteront les États-Unis. Un signal très favorable a cependant été envoyé par le Congrès la semaine dernière, qui a voté pour un doublement d'une partie des ressources allouées au Fonds. Reste enfin l'hypothèse d'une allocation spéciale de SDR (l'unité de compte du FMI fondée sur cinq devises – dollar, euro, yen, sterling, renminbi), mais qui ne répondrait pas aux demandes les plus urgentes, car les droits de tirage des États sont augmentés en fonction de leur part. ce serait une hypothèse favorable... aux pays développés. Clairement, la question des ressources du FMI est entre les mains du Congrès américain, mais à ce jour, elles ne semblent pas menacées. Affaire à suivre.

Du côté du pétrole, l'évolution des négociations, qui semblent s'enclencher cette semaine, va également être un test essentiel quant à la capacité des acteurs internationaux à établir de nouveaux « comportements d'urgence » sur la scène internationale, comme ils sont en train de le faire en interne, dans leurs propres pays. Les quelques signaux favorables du côté des déclarations de Trump et de Poutine, notamment, ont d'ailleurs provoqué un rebond marginal du prix du pétrole, mais rappelons que face à la chute de la demande, un accord sur l'offre ne sera que d'un poids marginal, ce qui veut dire, en termes de prix, que le « *back to normal* » est inenvisageable pour l'instant et sans doute pour un bon moment. Cela dit, un accord pétrolier, quel qu'il soit, serait un signal très important pour la coopération internationale. Et il faut des signaux pour recréer de la confiance. Mais cet accord ne se fera sans doute pas sans concessions à la Russie, qui attend clairement un geste sur les sanctions.

Du côté de l'Otan enfin, réunion cette semaine par téléphone, comme pour le G20 précédemment. J. Stoltenberg fait écho à J. Gutterez en alertant, lui aussi, sur le risque que la crise sanitaire ne provoque une crise sécuritaire. Cela dit, les déclarations de l'Otan et surtout de ses membres ne sont pas limpides, qui insistent sur le fait que les menaces géopolitiques antérieures persistent. Et le gouvernement canadien aurait dénoncé une vidéo produite par l'institution.

Bref, le désordre est partout, à la mesure de celui du monde. Quant à sa participation à la coopération internationale, l'Otan avait jusque-là peiné à répondre aux demandes de ses membres, bloqué par la lourdeur de ses structures. Cette semaine, la Turquie a néanmoins livré de l'aide à l'Italie et l'Espagne, sous l'égide du centre de coordination de la réponse aux crises. Signal faible s'il en est, mais signal tout de même, surtout pour un pays qui a commencé par réquisitionner la production sanitaire de ses usines et bloquer des exportations pourtant déjà annoncées...

Donc, à ce jour, quelques signaux d'activation des structures d'aide internationale sont là, mais si ténus face aux énormes signaux de dislocation, relayés par la presse internationale, les États cherchant avant tout à garantir leurs approvisionnements sanitaires, voire alimentaires.

Cependant, une bonne nouvelle, une excellente nouvelle, même si elle a peu de portée opérationnelle : l'Assemblée générale de l'ONU a approuvé cette semaine une résolution appelant à la « coopération internationale » à l'initiative de six pays (Suisse, Indonésie, Singapour, Norvège, Liechtenstein et Ghana), **malgré une tentative de la Russie pour proposer un autre texte, proposant une levée des sanctions internationales.** Surtout, le texte a eu 188 États parrains... dont les États-Unis et la Chine ! Seuls cinq pays ont fait défaut, tous alliés proches de la Russie.

Cependant, cette résolution, à grande valeur politique, n'a aucune valeur contraignante. Et surtout, le Conseil de sécurité reste bloqué quant à la proposition tunisienne d'un cessez-le-feu humanitaire. Bloquée par les membres permanents et par la position américaine qui refuse d'abandonner la terminologie « virus chinois », ce qui déclenche le risque de veto chinois. Ainsi, les vieux blocages politiques réapparaissent en pleine crise sanitaire.

En fait, la collaboration internationale humanitaire dans un monde-Covid se heurte (entre autres) à quatre choses :

- 1 - Les affrontements géopolitiques du monde d'avant-Covid qui n'ont pas, et ne vont pas disparaître.
- 2 - La montée en puissance de la Chine sur le *soft power* sanitaire, mais aussi la perspective, pour les États-Unis, d'une Chine qui sort avant les autres de la crise.
- 3 - Le jeu singulier des acteurs régionaux qui se poursuit (Arabie saoudite, Russie, Turquie...).
- 4 - Le comportement des acteurs des négociations eux-mêmes, plus rôdés au monde d'avant qu'à celui de demain.

La résolution de la crise sanitaire et économique, et la maîtrise de l'ordre sécuritaire global passe pourtant de façon obligatoire par la coopération. C'est le sens des alertes de l'ONU, comme de l'OMS. C'est le sens de ce vote à l'Assemblée générale de l'ONU. Mais pour pouvoir fonctionner, et vite, cette coopération doit aussi se réinventer, pour donner la bonne place au retour des souverainetés, à la gestion des états d'urgence sanitaires, à l'équilibre entre les États, mais aussi à l'aide aux plus démunis. Tous ces sujets existaient déjà avant la crise, ils bloquaient déjà le fonctionnement efficace des institutions existantes, et ils ne font que s'exacerber face au risque de catastrophe humanitaire.

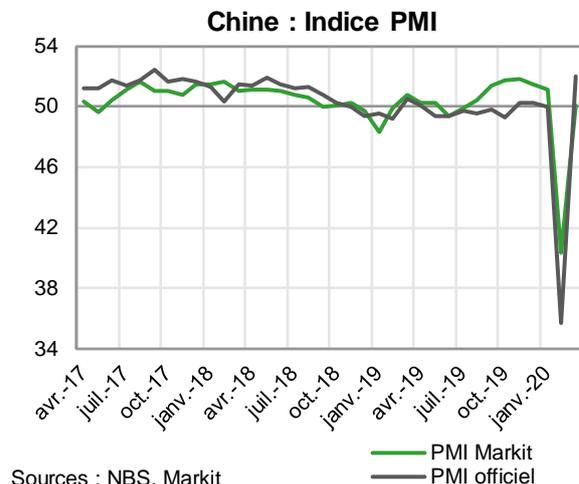
Et puis, pour répondre à l'immense besoin d'aide qui s'annonce, il y a bien sûr la question cruciale de la participation des acteurs privés, allant des grandes fondations aux oligarchies locales, qui ont là, elles aussi, une occasion de réinventer la globalisation.

 **Chine : PMI**

Après un plus bas historique en février, le PMI chinois a fortement rebondi en mars, franchissant la barre des 50, signe d'expansion de l'activité. Toutefois, si la production industrielle s'est plus ou moins normalisée, comme l'indiquent les indicateurs présentés la semaine dernière (retour des travailleurs migrants, production de charbon et trafic routier), l'enquête montre que de nouveaux problèmes sont apparus. Les entreprises sont ainsi de plus en plus nombreuses à signaler des difficultés de financement et s'inquiètent de la baisse des commandes à l'exportation, en particulier dirigées vers l'Europe.

Côté demande, la reprise se fait attendre et la levée de la plupart des mesures de confinement n'a pas engendré un retour immédiat à la vie normale. Méfiantes, les populations continuent par exemple d'éviter lieux publics, transports en commun et restaurants. L'annonce du confinement des habitants du district de Jia, au cœur du pays, en raison de nouvelles contaminations, peut-être dues au retour d'un médecin de Wuhan, ne sont pas de nature à rassurer les Chinois, terrorisés par la perspective d'une seconde vague venue de l'extérieur. Or, avec

le reste du monde à l'arrêt, la Chine aura plus que jamais besoin d'une demande intérieure dynamique. La reprise de la production n'est utile que si elle trouve des débouchés. Contrairement aux usines, il ne suffit pas d'appuyer sur l'interrupteur pour que la demande reparte : l'effet confiance joue ici à plein.



Sources : NBS, Markit

 **Hong-Kong et Singapour : ouverts, exposés mais résilients**

Leur modèle de croissance, fondé sur l'intégration totale dans les flux mondiaux (de biens, de services et financiers), leur densité, ainsi que leur rôle de *hub* asiatique faisaient de Hong-Kong et Singapour les cibles parfaites pour que l'expansion du virus y soit rapide et incontrôlable. Pourtant, ces deux économies ont su tirer les leçons des épidémies précédentes et réagir très vite en contrôlant les arrivées sur leur territoire, en garantissant des stocks de masques suffisants à leur population, déjà habituée à les porter, en multipliant les tests et en utilisant les données personnelles des habitants, notamment de localisation, afin de repérer tous les cas.

Les résultats sont éloquentes : moins de mille cas dans chacun des pays, et un taux de létalité largement inférieur aux moyennes observées ailleurs. Cette politique sanitaire a permis d'éviter des mesures de confinement, très pénalisantes pour l'activité, qui seraient venues s'ajouter à l'énorme choc externe subi.

Une récession inévitable

Hong-Kong et Singapour ne pourront en effet certainement pas éviter une récession en 2020. Les secteurs du tourisme et de l'aérien, qui sont parmi les plus exposés au niveau mondial, représentent une part non négligeable de l'activité (environ 10% du PIB). Le nombre de passagers à Changi (Singapour) et à Chek Lap Kok (Hong-Kong) a ainsi respectivement baissé de 30% et 70% en février.

Le plus grand risque pèse bien sûr sur les exportations de biens, qui représentent respectivement 190% et 130% des PIB d'Hong-Kong et Singapour. Les exportations du premier, dont la majorité sont en réalité des réexportations depuis la Chine continentale, avaient déjà ralenti en 2019, en raison de la guerre commerciale Chine/États-Unis.

L'effet chaîne de valeur

Les chaînes de valeur de Hong-Kong et Singapour sont également très inter-dépendantes : Singapour, plaque commerciale pour les autres pays de l'ASEAN, exporte des composants électroniques vers la Chine où ils sont assemblés, avant de transiter vers l'Europe *via* Hong-Kong. Le décalage dans le rythme de progression de l'épidémie, presque enrayée en Chine, mais à ses prémices dans d'autres pays asiatiques, complique donc la circulation de ces flux. Même si des effets de compensation et de substitution devraient jouer, les économies les plus en bout de chaîne, comme Singapour et Hong-Kong, souffriront sûrement d'un ralentissement du commerce extérieur, côté offre et demande, surtout Hong-Kong dont 25% des exportations sont dirigées vers l'Europe et les États-Unis.

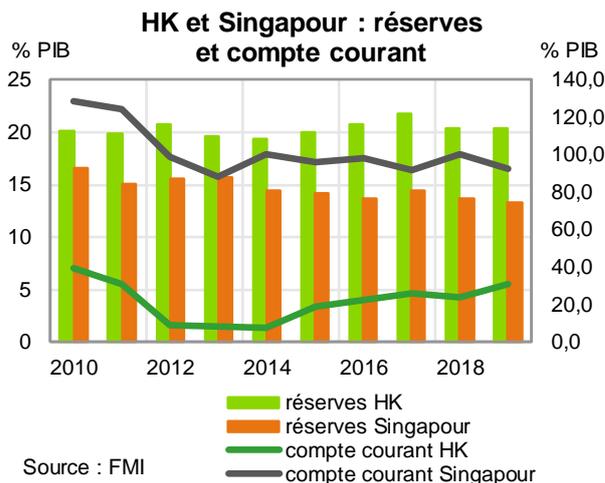
Des marges de manœuvre économiques

Pour autant, et contrairement à la plupart de leurs voisins, Hong-Kong et Singapour disposent de larges marges de manœuvre budgétaires, qui devraient leur permettre d'éviter une crise à court terme. L'accumulation d'excédents courants depuis

plus de quinze ans, couplée à une gestion budgétaire rigoureuse – en particulier à Hong-Kong – leur a permis de constituer d'amples réserves, pouvant être mobilisées.

Singapour dispose également de deux fonds souverains, aussi rentables que capitalisés, dont le montant total des actifs sous gestion est tenu secret, mais représenterait plusieurs centaines de milliards de dollars. Le pays a ainsi annoncé un vaste plan de soutien, en partie financé grâce à ces réserves, d'un montant inédit de 11% du PIB, composé de soutien à l'emploi (chômage partiel), de report ou baisse de taxes aux entreprises, et d'aides ciblées aux secteurs les plus touchés (aviation, tourisme et culture).

Hong-Kong, qui a enregistré son premier déficit public depuis 2003 en 2019/2020 (l'année fiscale se termine en mars) a également fait voter un paquet budgétaire représentant 5% du PIB, incluant des mesures de soutien aux entreprises, mais surtout l'envoi d'un chèque de 10 000 HKD à tous les résidents de plus de dix-huit ans.



Au niveau monétaire, Hong-Kong, dont la devise est ancrée au dollar et qui ne dispose donc pas d'une politique monétaire indépendante, bénéficie des baisses de taux de la Fed. Les autorités monétaires de Singapour (MAS) pourraient également resserrer leurs intervalles de taux, afin de soutenir un peu plus l'activité.

Notre opinion – Hong-Kong et Singapour sont largement armés pour tenir plusieurs mois dans un contexte mondial dégradé. De plus, la maîtrise de leur situation sanitaire les place en bonne position pour bénéficier d'une reprise rapide. Toutefois, leur position dans les chaînes de valeur et leur extrême dépendance à vis-à-vis de l'extérieur les rendent plus vulnérables à ces chocs, leur modèle de croissance n'étant pas bâti vers la demande intérieure.

Les trajectoires de reprise des deux pays pourraient aussi être différentes : si une courbe en V est possible pour Singapour, plus centré sur l'Asie, pour l'instant relativement épargnée, Hong-Kong a déjà connu une année 2019 difficile, marquée par les manifestations. Or, le Covid-19 n'a pas effacé le risque politique, qui pourrait resurgir dès juin (premier anniversaire du mouvement) et avec les élections de septembre. Deux choses pourtant ont changé: premièrement, l'exécutif a pour l'instant très bien géré la crise sanitaire. Deuxièmement, après près d'un an de manifestations presque quotidiennes et des limitations du fait du Covid-19 (fermeture de certains lieux publics par exemple), la population est sans doute en grande fatigue politique.

👉 Pologne : vers une inévitable récession

La diversité et la taille de l'économie polonaise, ainsi que les bons équilibres macro-économiques seront des atouts considérables pour affronter les effets du choc économique provoqué par la crise sanitaire mondiale. Néanmoins, pour le pays qui n'a pas connu de récession lors de la dernière crise financière de 2009, la situation se présente différemment et elle est bien plus difficile cette fois-ci.

La Pologne a très rapidement pris des mesures assez restrictives à la fois sur le confinement et la fermeture de ses frontières terrestres, bien avant les autres pays de l'UE. L'activité économique est très fortement ralentie d'une part par la fermeture des écoles, restaurants, lieux publics ; mais également par l'arrêt quasi-total de certaines activités industrielles, comme par exemple la fermeture des usines automobiles.

Les principaux canaux de diffusion du ralentissement de l'économie seront :

- ✓ **La consommation des ménages**, un des principaux moteurs de croissance. Les mesures de confinement provoqueront dans un premier temps un net ralentissement de la consommation, mais il n'est pas exclu de voir un léger rebondissement à la fin du confinement, puisqu'une partie des dépenses de consommation des ménages seront décalées dans le temps.
- ✓ **Les investissements** : cette composante sera affectée par la baisse de l'activité industrielle et des services plus globalement. En revanche, les investissements publics d'infrastructures (pour le moment suspendus), vont jouer un rôle important dans la reprise après le confinement.
- ✓ **Les exportations** : elles vont très probablement souffrir de l'arrêt de l'activité automobile qui représente quasi la moitié des exportations. À ce jour les industriels ont annoncé une reprise de l'activité de production vers mi-avril. Toutefois,

elle sera probablement encore décalée et la réouverture des lignes de production se fera très progressivement, sans oublier que la demande globale risque de rester faible assez longtemps. Par contre, cette baisse des exportations est dans une certaine mesure compensée par la chute des prix du pétrole qui contribue à la baisse de la facture des importations.

- ✓ **Le tissu économique** polonais, et notamment les PME, vont rencontrer des difficultés qui se traduiront par des baisses de coûts et des reports d'investissement (quand les faillites seront évitées). Le taux de chômage devrait donc augmenter sensiblement (autour de 10% selon les premières estimations), ce qui à son tour contribuera à la diminution de la consommation des ménages.
- ✓ **Les mesures budgétaires** annoncées devraient atténuer un peu les conséquences de cette crise économique. Une enveloppe de 9% du PIB a été votée dans l'objectif de protéger les salariés, les

entreprises et les auto-entrepreneurs (20%). Elle se décompose en 3% de dépenses directes, 3% de garanties publiques et 3% de mesures de liquidités. Cette première enveloppe risque d'augmenter, si la durée de la crise sanitaire se prolonge plus que prévu. La Pologne peut cependant encore se permettre un programme de relance avec une dette publique inférieure à 50% du PIB.

- ✓ **La Banque centrale a également diminué son taux directeur à 1%** et met en place un programme de rachats d'actifs. Il n'est pas exclu qu'elle procède à une deuxième baisse du taux. Enfin, les exigences de réserves ont été diminuées de 3,5% à 0,5% pour le secteur bancaire. Le zloty s'est affaibli depuis le début de la crise, mais la Banque centrale va sans doute chercher à récupérer de la compétitivité pour les exportations, en laissant le change se stabiliser à un niveau d'équilibre plus déprécié qu'avant la crise.

Moyen Orient - Afrique du Nord : la crise du Covid-19 affecte aussi les pays non pétroliers

Comme pratiquement partout dans le monde désormais, la plupart des pays non pétroliers de la région renforcent les mesures de lutte contre l'épidémie de coronavirus et viennent de décider, après la fermeture des frontières, du confinement total de leur population pour au moins quinze jours. Certains pays, comme la Jordanie, ont même pris des mesures plus draconiennes comme le couvre-feu, afin d'éviter une pandémie.

L'arrêt de nombreuses activités commerciales, industrielles et administratives va avoir un impact élevé sur la croissance économique de tous les pays et, actuellement, tous les gouvernements revoient leurs prévisions de croissance du PIB à la baisse.

Malgré des annonces officielles dans certains pays, il nous semble beaucoup trop tôt, à ce stade de la crise pour chiffrer les baisses de croissance, voire les récessions qui s'annoncent. La totalité des pays prennent des mesures de soutien économique préventives : mesures concernant le chômage partiel,

facilités fiscales, soutiens aux PME et aux systèmes bancaires pour éviter les crises de liquidité, etc.

Néanmoins, trois risques principaux peuvent être identifiés sur la région. Celle-ci est d'ailleurs particulièrement vulnérable en raison de l'économie principalement rentière (ou multi-rentière) qui la caractérise :

- ✓ La crise sanitaire elle-même et son impact sur la croissance économique,
- ✓ La baisse probable des transferts des émigrés, si la crise sanitaire mondiale se transforme en récession mondiale.
- ✓ Les pays de la région disposent de capacités de résistance plus ou moins fortes, en fonction notamment de la diversité de leur tissu économique, du niveau de croissance actuel, de leur endettement global, de leurs réserves en devises, de la flexibilité de leur régime de change (Égypte), ou de l'implication du FMI.

Moyen Orient Afrique du Nord : Coronavirus et pays non pétroliers

	Pays	Coronavirus cas déclarés	Vulnérabilité à la baisse du tourisme	Vulnérabilité des transferts émigrés	Endettement et résistance	Impact global
1	Egypte	-	--	--	+	--
2	Israël	-			+++	-
3	Jordanie	-	-		+	-
4	Liban	-				-
5	Maroc	-	--	--	+	--
6	Syrie	-				
7	Tunisie	-	--	-		--
8	Yemen	-				

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

Moyen Orient - Afrique du Nord : les bourses chutent dans le sillage des indices mondiaux

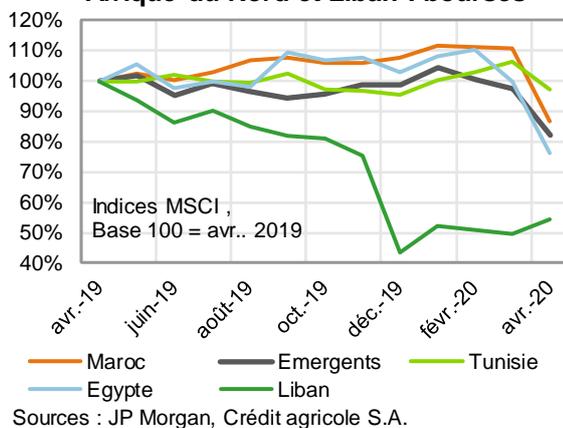
L'impact de la crise sanitaire, économique et financière mondiale du coronavirus affecte les indices boursiers de la région qui se sont fortement détériorés dans le sillage des indices mondiaux. Toutefois, il existe une différence assez marquée entre les pays producteurs de pétrole et les autres. Les premiers, affectés à la fois par une double crise, celle du coronavirus et du pétrole ont vu leur indice chuter plus profondément depuis trois semaines.

Ainsi, les indices des bourses des Émirats et de Riyad (indices MSCI) ont plongé respectivement de 34% et de 30%, proches des baisses dans les pays développés, quand l'indice des pays émergents ne baissait que de 18% au cours des deux derniers mois.

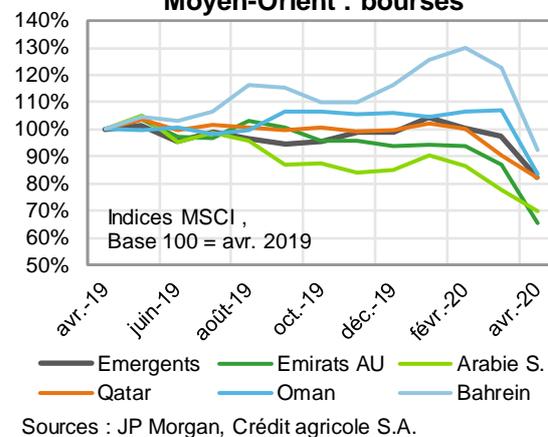
Dans les pays non pétroliers, mis à part l'Égypte dont l'indice est aussi tiré à la baisse par la réappréciation du change, les bourses se sont globalement moins détériorées que la moyenne des pays émergents. Le Liban fait, lui, figure d'exception avec un effondrement de 46% depuis un an, en raison de la crise sociale et économique que traverse le pays et du défaut de paiement récemment annoncé sur la dette souveraine.

Les primes de risque (prix des CDS) constatées sur la région témoignent de la même détérioration. Ainsi, le prix des CDS est passé de 79 à 174 points de base sur le souverain saoudien entre fin février et fin mars dernier.

Afrique du Nord et Liban : bourses



Moyen-Orient : bourses



Maroc : le pays touché par le coronavirus

L'épidémie de coronavirus touche à son tour le Maroc avec 676 cas confirmés et 39 décès en date du 2 avril. Le pays a mis en place des mesures strictes pour endiguer la maladie. Les vols internationaux et les ferries ont été suspendus le 15 mars, suivis par la suite par les liaisons domestiques. Écoles, mosquées, restaurants et cafés sont fermés. Les souks et marchés sont, selon les régions, contraints de réduire leurs horaires d'ouverture.

Le pays a déclaré un « état d'urgence sanitaire » le 20 mars et mis en place des règles de confinement visant à limiter au maximum les déplacements de la population. Si les mesures sanitaires sont drastiques, leur mise en œuvre pratique peut s'avérer difficile dans les quartiers pauvres et denses qui forment la périphérie des grandes villes. La situation est d'autant plus préoccupante que de nombreux Marocains dépendent de leur activité professionnelle quotidienne pour maintenir leur niveau de vie ou même pour se nourrir. Le gouvernement a donc

mis en place une aide, destinée à tous les foyers du pays, qui recevront entre 80 et 120 dollars par mois. Cette mesure de soutien a l'avantage de soutenir tous les Marocains, y compris la vaste part qui dépend de l'économie informelle.

La Banque centrale a, de son côté, étendu ses opérations de refinancement à destination des banques, renforcé son soutien aux PME et assoupli ses exigences prudentielles. L'élargissement à 5% de la bande de fluctuation du dirham par rapport à son taux de change de référence décidée début mars a, par ailleurs, permis à la monnaie de s'ajuster sans action de la Banque centrale. La monnaie nationale recule significativement en 2020 face à l'euro (-4%) et au dollar (-7%). Néanmoins, si ce mouvement devait se poursuivre, la Bank Al-Maghrib disposerait d'un stock confortable de réserves, lui permettant amplement de maintenir le taux de change dans sa cible.

✓ Notre opinion – *L'épidémie qui commence plonge le pays dans l'inconnu. Si sur le plan sanitaire les mesures sont très offensives, il est difficile de présager de la résilience du pays face à la maladie. Au-delà de la contraction de l'activité et de la consommation, le repli des entrées de devises issues du tourisme et des émigrés pourrait venir accentuer le déficit courant. La baisse de la facture énergétique compensera partiellement ce recul. En outre, si certains capitaux étrangers se retirent du pays, les institutions financières locales ainsi que la Banque centrale sont capables de prendre le relais, limitant ainsi la portée du choc financier.*

Égypte : les premiers effets de la crise du coronavirus

Des bruits ont beaucoup circulé ces dernières semaines sur l'arrivée du coronavirus en Égypte, alimentant les spéculations, notamment dans la presse britannique, sur une éventuelle contamination massive et incontrôlée. Avec aujourd'hui officiellement 779 cas confirmés et 52 morts, le pays est désormais entré de plain-pied dans l'épidémie. Les liaisons aériennes internationales sont maintenant suspendues. Le pays a mis en place des mesures de confinement partiel visant à limiter les déplacements de la population. Un couvre-feu nocturne est imposé. Les cafés, centres commerciaux, mosquées et églises sont désormais fermés. Le gouvernement a reconnu certaines difficultés dans la mise en œuvre des règles de distanciation et a assuré être capable d'aller plus loin si nécessaire.

Sur le plan économique, les conséquences de l'épidémie sont difficiles à appréhender aujourd'hui, mais les principaux points de tension concernent la balance courante. Les entrées de devises, alimentées par le tourisme et les transferts de travailleurs expatriés, seront, selon toute vraisemblance, en très fort repli. En revanche, aucune contraction du trafic du canal de Suez n'a été observée en février, ce qui devrait épargner cette autre source importante de revenus. Du côté financier, le principal indice du pays est en repli de 30% en 2020, repli alimenté en particulier par le retrait des investisseurs internationaux. Ceux-ci ont rapatrié pour 500 millions de dollars depuis les marchés action, selon le gouverneur de la Banque centrale. La livre égyptienne reste néanmoins relativement stable, ne reculant que de 2% face au dollar en 2020. Le choc semble donc relativement circonscrit.

✓ Notre opinion – *Avec une population nombreuse et concentrée sur les côtes et dans la vallée du Nil, le pays est particulièrement vulnérable à l'épidémie. Les capacités de son système de santé sont par ailleurs incertaines. Sur le plan économique, les conséquences sont aujourd'hui difficiles à prévoir. Le pays demeure convalescent à la suite d'une forte dévaluation et d'un plan FMI initiés en 2016. Ce nouveau choc vient donc perturber son rétablissement.*

 **Amérique latine : des réponses s'échelonnant de « l'audace au déni »**

Les stratégies nationales de soutien à l'activité varient évidemment selon les perceptions du risque

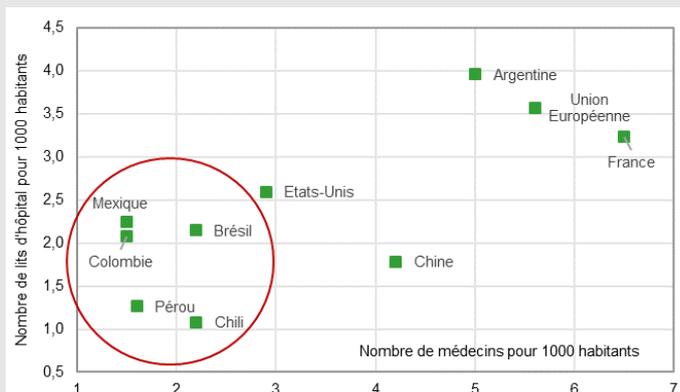
sanitaire, les marges de manœuvre monétaires et budgétaires mais aussi les priorités.

Politique monétaire, liquidité, taux de change	Politique budgétaire, dispositions réglementaires
Argentine	
Baisse des taux (depuis le début de la crise) : 1 200 pb à 38% ; <i>Forbearance</i> (assouplissement jusqu'en septembre 2020 des qualifications applicables aux prêts non performants) ; obligation faite aux banques d'accorder des prêts aux PME au maximum taux de 24%, financés par la réduction de leur stock de Leliqs ; en contrepartie, baisse des réserves sur les nouveaux crédits. Impact estimé : hausse de 50% des crédits aux PME.	Annonce d'un plan de soutien (estimé à 1% du PIB) et visant à soutenir les ménages (augmentation de la pension minimale et des allocations familiales, contrôles des prix des produits alimentaires et de santé essentiels pendant 30 jours) et les entreprises (annulation du paiement des cotisations de sécurité sociale pour les entreprises dans les secteurs en difficulté) ; subventions des salaires dans les PME (31 mars) ; interdiction de licencier pendant 60 jours à compter du 1er avril.
Brésil	
Baisse des taux : 75 pb à 3,75% ; Augmentation de la capacité de prêts bancaires (baisse des réserves avec un impact estimé à 1,9% ; réduction du besoin en fonds propres avec la baisse du coussin contra-cyclique offrant une capacité potentielle de prêts de 15,8% du PIB ; assouplissement des contraintes de liquidité dont allongement des repos avec la Banque centrale jusqu'à un an ; impact potentiel -16,7% du PIB) ; proposition par le gouvernement de modification constitutionnelle permettant à la banque centrale (BC) d'acheter des titres des secteurs public et privé crédits ; le Congrès doit évaluer cet amendement autorisant à la BC à entreprendre un <i>Quantitative Easing</i> .	Annonce d'un plan de soutien (estimé à 3,5% du PIB) comprenant des reports d'impôts et de cotisations pour les PME, des exonérations fiscales pour les entreprises du secteur de la santé, une aide pour les familles modestes. Annonce par BNDES et la BCB de lignes de crédit à court terme à taux bonifié (Selic) en faveur des PME ne licenciant pas. La Cour suprême a autorisé le gouvernement à ne pas se conformer à la loi sur la responsabilité fiscale.
Chili	
Baisse des taux : 125 pb à 0,50% ; Prolongation du programme vente de dollars (de mai à janvier 2021) ; assouplissement en partie conditionnel (sous réserve que les efforts de prêt se concentrent sur les PME) des contraintes de liquidité bancaire (réserves obligatoires notamment) ; éligibilité des obligations <i>corporate</i> pour les opérations de repo ; <i>Quantitative Easing</i> sous la forme d'un programme d'achats de titres par la Banque centrale (obligations bancaires détenues par les institutions financières). Le 31 mars, la Banque centrale a doublé la taille du programme (de 4 à 8 Mds USD).	Annonce d'un plan de soutien (estimé à 4,7% du PIB) ; mesures en faveur des ménages (transferts, subventions, allègements de cotisations), allègements fiscaux pour les entreprises (reports de paiements d'impôts et de TVA), dépenses de santé et aides aux PME en difficulté (respectivement, 20%, 45% et 35% du « package »). Financements : fonds souverains (actifs de près de 10% du PIB) et réaffectation de dépenses du budget 2020 ; dispositions visant à limiter les licenciements.
Colombie	
Baisse des taux : 50 pb à 3,75% ; <i>Quantitative Easing</i> (montant estimé à 1,1% du PIB) avec un programme d'achats d'obligations courtes privées et publiques ; couvertures de change (NDF et <i>swap</i> de change, respectivement, 2 Mds USD et 800 M USD) ; assouplissement des contraintes de liquidité (élargissement de l'univers des titres éligibles aux opérations de repo avec la Banque centrale : titres privés, maturité plus longue). Programme de garanties publiques sur les crédits aux entreprises en difficulté.	Annonce d'un plan de soutien (estimé à 1,4% du PIB) ; ressources pour la santé et l'assainissement; transferts en espèces en faveur de la population bénéficiant de l'aide sociale (familles à faible revenu, jeunes, personnes âgées) ; instauration d'un allègement de la TVA pour les familles à faible revenu ; crédits aux PME en difficultés. Sources de financement : fonds de stabilisation budgétaire (pétrole) et fonds d'épargne-retraite.
Mexique	
Baisse des taux : 50 pb à 6,50% ; Augmentation des <i>swaps</i> de change avec la Banque centrale (30 Mds USD) ; allègement des contraintes de classification des prêts « douteux » (<i>forbearance</i> pour prêts hypothécaires, crédits à la consommation et à certains crédits de trésorerie aux entreprises) ; mesures d'allègement des dettes (dont report des paiements sur crédits hypothécaires et souplesse pour les PME) ; assouplissements des contraintes liquidité (réserves, taux d'intérêt marginal) ; enchères de dollars aux établissements de crédit privés (financée par la ligne de <i>swap</i> avec la Fed de 60 Mds USD) ; dette publique (gestion de la courbe pour limiter la pentification en privilégiant les titres courts).	Pas d'annonce de plan de soutien hormis l'approbation par le Congrès d'une loi d'urgence sanitaire (utilisation de l'excédent primaire prévu pour financer les dépenses immédiates de santé soit 0,7% du PIB).

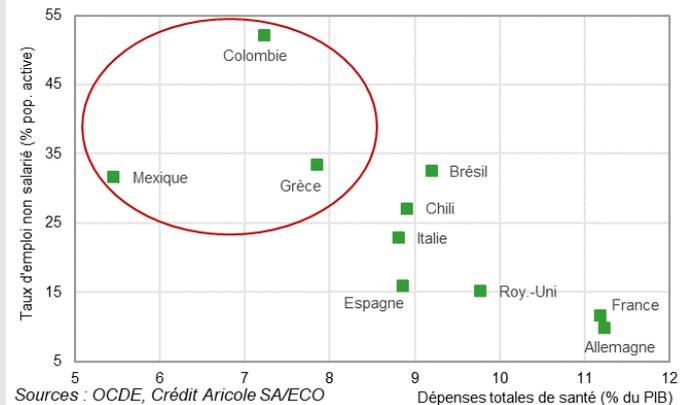
Politique monétaire, liquidité, taux de change	Politique budgétaire, dispositions réglementaires
Pérou	
Baisse des taux : 100 pb à 1,25% ; Assouplissement des exigences de réserves en devises étrangères (25% des crédits bancaires en dollars) et en monnaie locale ; flexibilité des règles de provisionnement (autorisation donnée aux banques de reporter des paiements d'intérêts de la part de leurs clients ou d'offrir un rééchelonnement des prêts sans baisser le <i>credit score</i> du débiteur) ; programme de garantie publique de crédit pour aider les entreprises touchées par le choc Covid-19 (estimé à 4% du PIB) ; repo en peso (avoirs en dollars utilisés comme garantie). Création d'un fonds de garanties publiques pour l'octroi de crédits aux PME.	Annnonce d'un plan de soutien (estimé à 1,5% du PIB) comprenant des transferts en espèces aux familles à faible revenu, des ressources pour le secteur de la santé, des allègements d'impôt sur le revenu, des subventions de charges sociales au profit des entreprises embauchant des salariés (si salaire inférieur à 450 USD). Au total, l'impact des mesures de soutien d'urgence budgétaire et monétaire représenterait près de 6% du PIB. Un plan de relance « post-Covid » gouvernemental de 6% du PIB est à l'étude.

Notre opinion – Les réponses graduées à la crise du Covid-19 révèlent la lucidité et la volonté politiques incarnées dans la capacité à gérer, sous contraintes fortes (et de tous ordres), une crise aussi grave qu'inédite. Contraintes, tout d'abord, sanitaires. La crise révèle au grand jour le manque de ressources des systèmes de santé : au regard d'indicateurs simples, à l'exception de l'Argentine, la région est pauvrement pourvue pour gérer l'urgence sanitaire.

Une telle pénurie devrait inciter à appliquer, en amont, des stratégies vigoureuses (bien qu'économiquement coûteuses) de confinement et à limiter le coût social, en augmentant les aides à destination des populations les plus fragiles. Or, cette stratégie bute sur trois contraintes fortes : la densité des grands centres urbains où se concentre une part importante de la population la plus précaire, l'importance de l'informalité³, la faible couverture sociale (dont celles des dépenses de santé). Dans des pays où l'économie est largement informelle, il est ainsi ardu (voire impossible) de transférer des ressources (faibles) aux plus vulnérables, mal ou non identifiés, dépourvus de couverture sociale mais immédiatement fragilisés par le confinement.



Sources : Banque mondiale, Crédit Agricole SA/ECO



Sources : OCDE, Crédit Agricole SA/ECO

³ **Taux d'emploi non salarié** (définition OCDE) : L'emploi non salarié recouvre les employeurs, les personnes établies à leur compte, les membres des coopératives de production et les travailleurs familiaux non rémunérés. Ces derniers sont non rémunérés au sens où ils n'ont pas de contrat formel leur garantissant le versement d'un revenu de montant fixe à intervalles réguliers, mais ils perçoivent une partie du revenu généré par l'entreprise. Les travailleurs familiaux non rémunérés sont particulièrement nombreux dans les secteurs de l'agriculture et du commerce de détail. À noter que toutes les personnes qui travaillent dans une entreprise constituée en société, y compris les dirigeants, sont considérées comme des salariés. L'emploi non salarié peut être perçu soit comme une stratégie de survie pour ceux qui ne peuvent pas trouver d'autres moyens de percevoir un revenu, soit comme le signe d'une volonté d'entreprendre et de travailler pour son propre compte. Cet indicateur est mesuré en pourcentage de la population d'actifs occupés considérée (totale, hommes ou femmes).

Au-delà du déficit sanitaire et social, on trouve évidemment les contraintes économiques. Bien plus dégradés qu'ils ne l'étaient lors de la crise de 2008-2009, les niveaux de déficit et d'endettement public sont hétérogènes mais ne placent pas l'Amérique Latine (à l'exception du Brésil et, évidemment, de l'Argentine) dans une situation « désespérée⁴ » : certaines marges de manœuvre existent encore. En revanche, les coûts d'emprunt en devises ont augmenté depuis le début de la crise actuelle en raison, tout d'abord, de la décélération chinoise et des chocs sur les termes de l'échange. Compte tenu des contraintes, l'ampleur de la réponse, les outils privilégiés, leur combinaison sont donc très différents : de la mobilisation forte et précoce (Chili, puis Pérou et Colombie) à la frilosité mexicaine en passant par l'activisme monétaire brésilien et l'empêchement argentin. Aux réponses chilienne mais également péruvienne, amples, audacieuses, mobilisant une large palette d'instruments s'oppose la réaction restreinte (à tous points de vue) jusqu'ici formulée par le Mexique. Le Brésil, particulièrement contraint budgétairement, mobilise plus activement les instruments monétaires. La Colombie sollicite encore peu directement son budget (mais le hors-bilan au travers des garanties) et la Banque centrale assouplit les conditions de liquidité en développant un Quantitative Easing, mais en ne procédant qu'à une baisse de son taux directeur. Il est très prématuré de juger quel sera in fine l'impact sur les finances publiques et encore plus aventureux d'estimer celui des soutiens la croissance : celle-ci est essentiellement conditionnée à brève échéance par l'impact des confinements sur la capacité de production. Nous tenterons néanmoins prochainement quelques estimations...

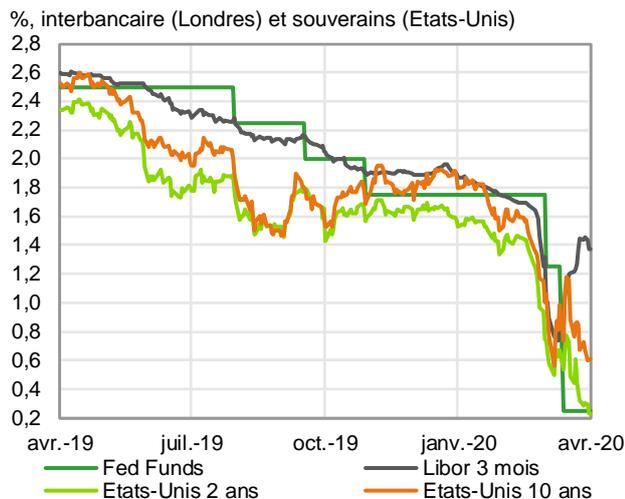
⁴ Ceci n'est qu'un aperçu des indicateurs de vulnérabilité : bien qu'incomplet, il renseigne néanmoins sur la souplesse à la disposition des autorités.

% du PIB, Fin 2019	Argentine	Brésil	Chili	Colombie	Mexique	Pérou
Solde budgétaire	-4.7	-6	-2.8	-2.6	-1.5	-1.5
Dettes publiques brutes	93	92	28	52	54	27
Solde courant	-1	-2.7	-3.9	-4.4	-0.2	-1.5
Dettes externes	60	18	21	41	43	27

Sources : FMI, Datastream, Crédit Agricole SA/ECO

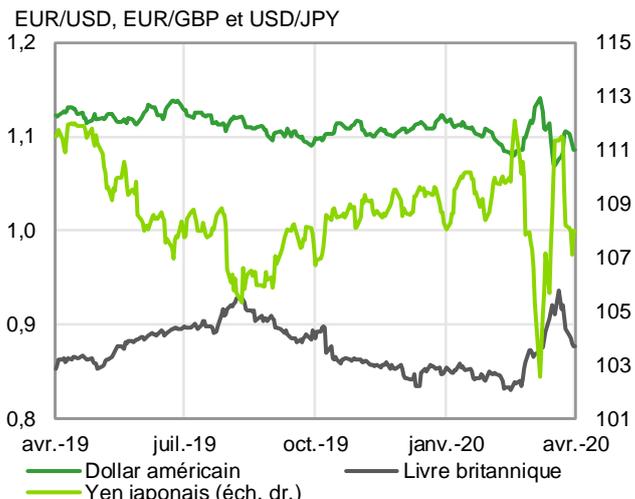
Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain



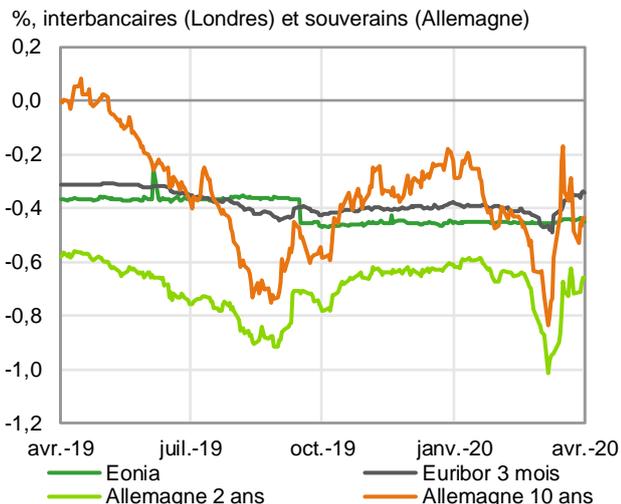
Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises



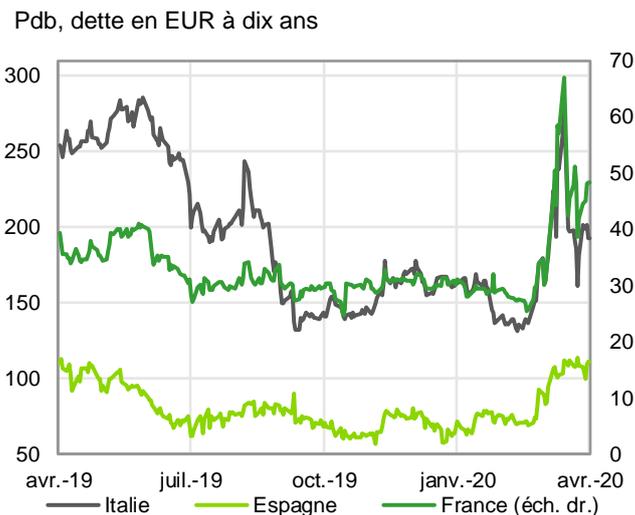
Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro



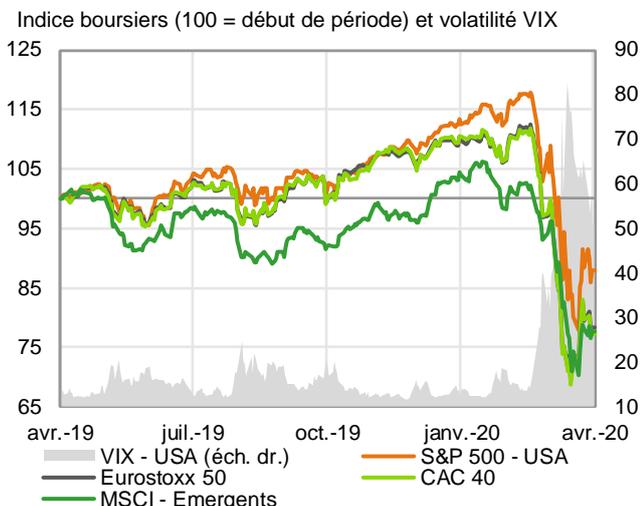
Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund



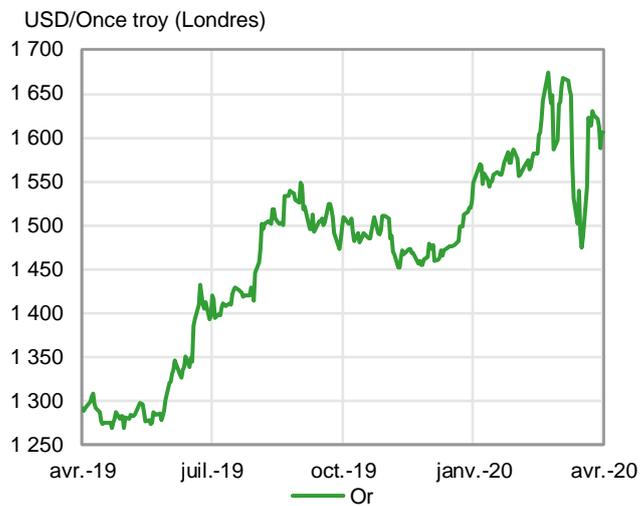
Source : Thomson Reuters

Marché actions



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or



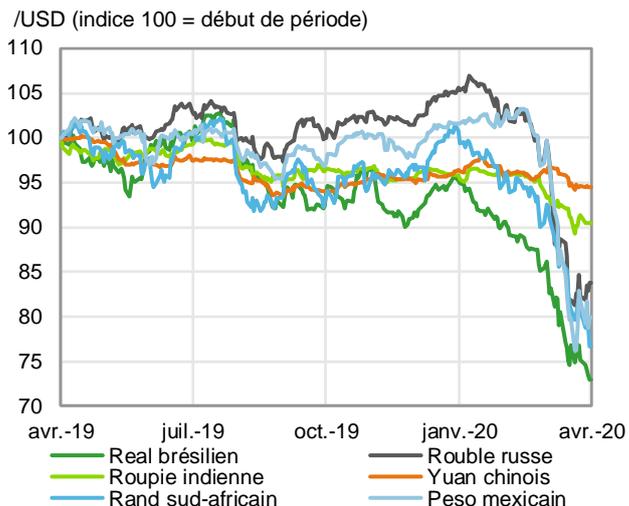
Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond



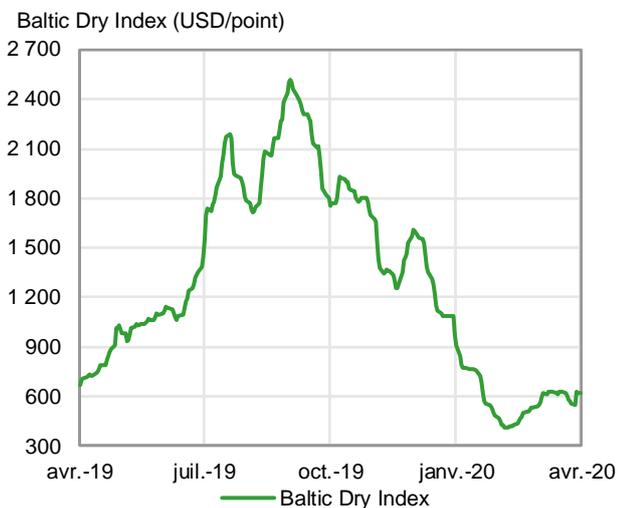
Source : JP Morgan

Devises émergentes



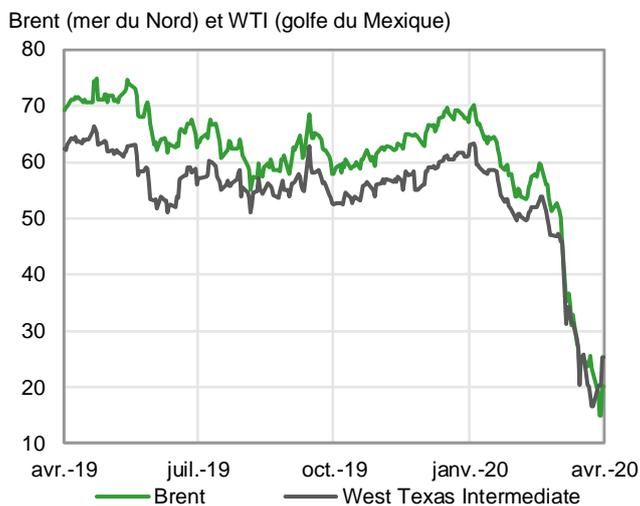
Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec



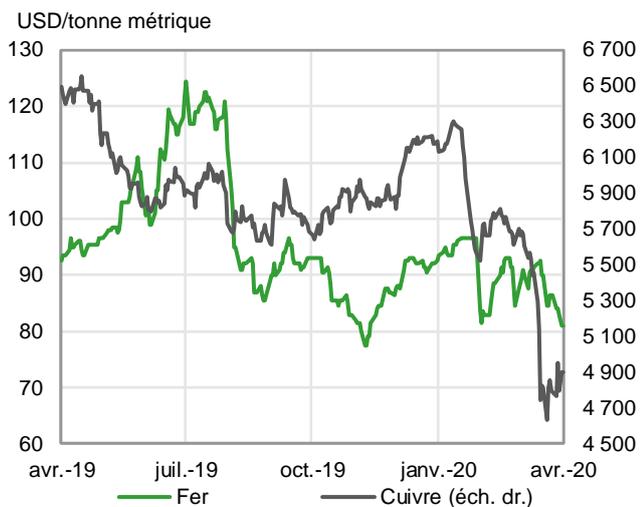
Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD



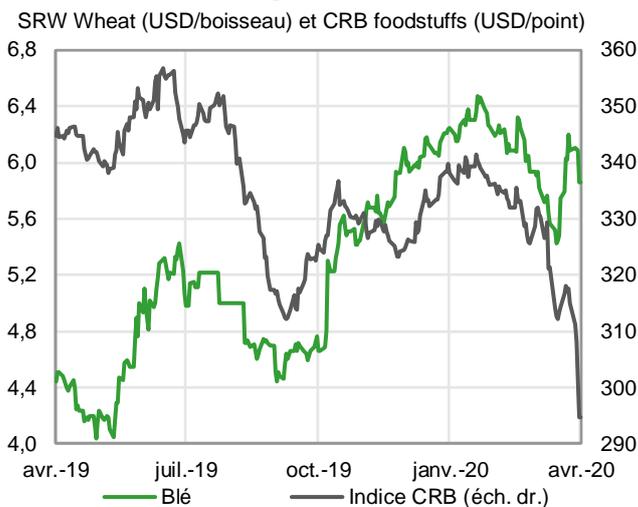
Source : Thomson Reuters

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
02/04/2020	<u>PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole spécial Covid-19</u>	Agri-agro
27/03/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
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 BENADJAUD, 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, Tancrède POLGE

Afrique sub-saharienne : Olivier LE CABELLEC

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

Statistiques : Robin MOURIER

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Véronique CHAMPION – Fabienne PESTY

Contact : 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.