

Perspectives

Hebdomadaire – N°20/170 – 3 juillet 2020

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ La fièvre acheteuse sur les marchés financiers saura-t-elle gagner le consommateur « réel » ?	1
☞ Le Parlement allemand met fin au bras de fer entre la BCE et la Cour constitutionnelle	3
☞ Zone euro : hausse record de l'épargne des ménages et baisse importante du taux de marge	4
☞ Zone euro : en juin le sentiment économique s'améliore nettement	4
☞ Allemagne : une remontée de la consommation en bonne voie	5
☞ France : nette reprise de la consommation en biens au mois de mai	5
☞ Italie : hausse du chômage en mai	6
☞ Espagne : « Une réforme fiscale est inévitable »	7
☞ Portugal : recul de l'emploi en mai	7
☞ Royaume-Uni : les ménages ont épargné et se sont désendettés pendant la crise	9
☞ Russie : Max Weber, syndrome eurasien et bons d'achat	11
☞ Mexique : si près des États-Unis	12
☞ Hong-Kong : la réouverture des frontières conditionnera le rythme de la reprise	13
☞ Maroc : une politique monétaire très réactive face à la crise	14
☞ Ghana : une crise sanitaire encore évolutive et aux conséquences incertaines	15

☞ La fièvre acheteuse sur les marchés financiers saura-t-elle gagner le consommateur « réel » ?

A la lumière de bonnes surprises en provenance des indicateurs économiques, la semaine s'est achevée sur un net rebond des indices actions : +4% pour le S&P 500, +3,6% pour l'Eurostoxx 50, +2,6% pour le CAC40. Les primes de risques européennes se replient : -13 points de base dans le cas de l'Italie et de -7 dans le cas de l'Espagne. Les perspectives de reprise de la demande, notamment des dépenses de consommation, consécutives à la réouverture des économies, ont fait bondir le cours du Brent de 4% sur la semaine et de plus de 7% sur un mois. En revanche, l'aggravation de la situation sanitaire aux États-Unis a continué de peser sur le dollar, stable vis-à-vis de l'euro mais en baisse vis-à-vis des devises des pays asiatiques.

Hypothèse centrale des scénarios de « reprise en V », la fièvre acheteuse a-t-elle aussi gagné l'économie réelle alors que les économies s'ouvrent à nouveau progressivement ? Les derniers indicateurs sont encourageants mais la prudence reste de mise.

Aux États-Unis, l'indice de confiance du consommateur du *Conference Board* a augmenté en juin (à 98,1) depuis des niveaux très bas (85,9 en mai), un résultat meilleur qu'anticipé mais toujours très en-deçà du niveau d'avant-crise. Les consommateurs sont moins pessimistes sur les perspectives à court terme mais n'anticipent pas de rebond significatif de l'économie. Face à l'incertitude de la reprise et à une possible résurgence de la pandémie, il est trop tôt pour statuer sur la confiance du consommateur et conclure qu'il a définitivement tourné la page et s'apprête à dépenser comme avant la pandémie.

L'indice PMI manufacturier américain de juin a continué de se redresser, à 52,6 depuis 43,1 en mai, signalant un retour de l'activité en territoire d'expansion. Treize secteurs industriels sur dix-huit enregistrent une hausse de l'activité contre six en mai. Les nouvelles commandes gagnent 25 points à 56,4 suggérant une accélération de la croissance dans les prochains mois. Selon l'ISM, le PMI de juin indique une croissance de 2,9% du PIB réel sur une base annualisée en juin, un rebond beaucoup trop

modeste pour empêcher une contraction considérable au deuxième trimestre qui devrait être de l'ordre de -30% annualisée.

Le dernier rapport sur la situation de l'emploi américain du mois de juin fait état d'une nouvelle amélioration : 4,8 millions de créations nettes d'emplois ont été enregistrées en juin, après 2,7 millions en mai, résultat révisé à la hausse de 190 000. Le taux de chômage baisse pour le deuxième mois consécutif pour s'établir à 11,1% (-2,2 points par rapport à mai et -3,6 points par rapport au pic d'avril). Le secteur de l'hôtellerie, restauration et tourisme représente à lui seul 43% de ces créations d'emplois, suivi par la santé, l'industrie, et les ventes au détail. Le taux de chômage élargi, intégrant les emplois à temps partiel subi, recule également (à 18% soit -3,2 points).

Aussi spectaculaire que ce rebond de l'emploi puisse paraître, le plus fort jamais enregistré, l'amélioration de la situation de l'emploi reste partielle : les créations d'emplois intervenues en mai et juin ne représentent qu'un tiers du volume d'emplois détruits en mars et avril et la part des personnes définitivement licenciées continue de progresser (+25%). Le nombre de chômeurs de longue durée (27 semaines et plus) a augmenté de 27 000 en juin à 1,391 million, soit 7,9% du nombre total de chômeurs en juin. Surtout, les résultats s'appuient sur une enquête menée au milieu du mois de juin, soit avant la recrudescence de l'épidémie de Covid-19 dans de nombreux États.

Enfin, les minutes de la réunion du comité de politique monétaire de la Fed (FOMC) des 9 et 10 juin ont confirmé la vision prudente des perspectives économiques de la banque centrale, anticipant une reprise lente et progressive après le choc du coronavirus, avec un degré d'incertitude « extraordinaire » et des risques baissiers « considérables » qui pèsent sur la reprise. La Fed redoute, à long terme, que les nombreuses faillites d'entreprises, l'éloignement d'une partie de la population du marché du travail et les réallocations sectorielles induites par la pandémie ne contribuent à un recul de la croissance potentielle. Dans ce contexte, elle estime qu'un soutien pérenne de la politique budgétaire est requis pour limiter les dégâts de la crise.

Les discussions du FOMC ont aussi été largement consacrées à la conduite de la politique monétaire dans les mois à venir, et le contrôle de la courbe des taux. Les membres du FOMC pensent que la *forward guidance* devrait être plus explicite sur l'évolution des taux des *Fed funds* ou les achats de titres au fur et à mesure que les informations disponibles permettent de préciser la trajectoire de l'économie. Tandis que le FOMC soutient largement la nécessité de maintenir les taux bas pour une période de temps prolongée, il hésite à fonder la *forward guidance* sur un critère de taux de chômage, de taux d'inflation ou calendaire.

Les membres du FOMC se montrent partagés et sceptiques au sujet de la faisabilité d'une gestion active des taux d'intérêt (*Yield Curve Control*). Presque tous les participants indiquent avoir de nombreux questionnements sur les coûts et les bénéfices d'une telle approche et souhaitent une analyse plus approfondie sur le sujet. De manière générale, l'expérience australienne est considérée par les membres du FOMC comme pouvant servir d'exemple aux États-Unis. Si la Fed devait adopter une gestion active des taux d'intérêt, en accompagnement de sa *forward guidance*, cela devrait donc être sur les segments à court à moyen terme. Une telle décision selon nous semble peu probable avant septembre. De plus, si l'évolution du marché du travail continuait de surprendre favorablement, cela diminuerait évidemment la probabilité d'une telle option.

Editorial

Le Parlement allemand met fin au bras de fer entre la BCE et la Cour constitutionnelle

La Cour constitutionnelle allemande (CCA) avait, début mai, exigé, selon le principe de proportionnalité, que la BCE fournisse une explication précise et détaillée de ce qui constitue la politique économique et de ce qui constitue la politique monétaire ; ainsi que des raisons pour lesquelles ses actions en matière d'assouplissement quantitatif relèvent des limites de la politique monétaire. La BCE est tenue, selon la CCA, de délimiter les interventions de politique monétaire si celles-ci ont un impact décisif et à grande échelle sur la politique économique. Selon la CCA, le programme d'assouplissement quantitatif, à son lancement en 2015, n'a peut-être pas causé de problèmes, mais après plusieurs années, lorsqu'il aura approché les 2 500 milliards, il aura affecté tous les aspects de l'économie. La CCA doute que la BCE ne vise pas seulement à atteindre un taux d'inflation inférieur à 2%, conformément à son mandat institutionnel, mais qu'elle affecte l'ensemble de la politique économique.

La CCA avait invité le gouvernement fédéral et le Parlement fédéral à agir politiquement et juridiquement pour que la BCE se conforme à sa décision. C'est fait.

« Sur la base de la décision du Conseil des gouverneurs de la BCE et des documents reçus de la BCE, le Bundestag allemand conclut que les exigences relatives à l'évaluation de la proportionnalité dans le cadre du PSPP contenues dans l'arrêt de la Cour constitutionnelle fédérale sont remplies. Dans ses décisions relatives au PSPP, la BCE a procédé à une évaluation de l'adéquation, de la

nécessité et de la pertinence des mesures de politique monétaire. Il s'agissait d'identifier et de pondérer les implications du PSPP en matière de politique économique, puis de les mettre en relation avec les avantages escomptés pour la réalisation de l'objectif de politique monétaire défini et de les pondérer en fonction de considérations de proportionnalité. Le Bundestag allemand considère que la présentation de la BCE sur la mise en œuvre d'une évaluation de la proportionnalité est compréhensible et qu'elle répond ainsi aux exigences de l'arrêt de la CCA. Indépendamment de cela, le Bundestag allemand assume en permanence sa responsabilité d'intégration en ce qui concerne les décisions de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de la BCE ».

Avec ces mots qui concluent la proposition de la CDU/CSU, du SPD, du FDP et des Verts, votée par le Parlement allemand avec l'abstention de Die Linke et le vote contraire de l'AfD, le Parlement allemand assume son rôle politique de validation de l'action de la BCE. L'habilitation du Parlement allemand a été rendue possible par la communication très active par la BCE sur la question de la proportionnalité au cours des deux derniers mois. Cette responsabilité conférée au Bundestag par la CCA est donc exercée dans le respect de l'indépendance de la BCE. Si la solution semble avoir été trouvée au conflit d'obéissance potentiel entre, d'un côté, la BCE et la Bundesbank et, de l'autre, le Parlement et le gouvernement allemand, le conflit de juridiction entre la CCA et la Cour de justice européenne reste quant à lui encore à régler.

Zone euro

Zone euro : hausse record de l'épargne des ménages et baisse importante du taux de marge

Finalement la baisse des rémunérations des salariés au cours du premier trimestre 2020 (-1,1% sur le trimestre) aura été inférieure au repli du nombre d'heures travaillées (-3,1%), grâce au dispositif de chômage partiel qui a pu limiter l'impact de la baisse de l'activité sur les salaires. La baisse du revenu mixte et du revenu des indépendants, moins épargnés par les suppressions d'emploi, en revanche n'a pas pu être enrayerée. D'autres prestations sont aussi venues soutenir le revenu disponible des ménages qui a montré une croissance encore positive (0,9% au T1), bien qu'en nette décélération. Avec le repli des consommations individuelles des ménages (-4%), le taux d'épargne a enregistré un rebond « forcé » historique (à 16,9% après 12,7% au T4 2019). L'investissement des ménages s'est aussi replié (-3,2%). Le redressement de la capacité de financement des ménages a donc été important (à 5% du revenu disponible de 4% au T4 2019). Cette épargne financière s'est orientée vers de l'investissement en actions. La croissance de la richesse financière s'est néanmoins très affaiblie du fait de la baisse des valorisations des actions et des actifs obligataires. En revanche, la croissance de la richesse immobilière s'est maintenue au rythme soutenu de 3,7% sur un an sans pour autant enrayer la

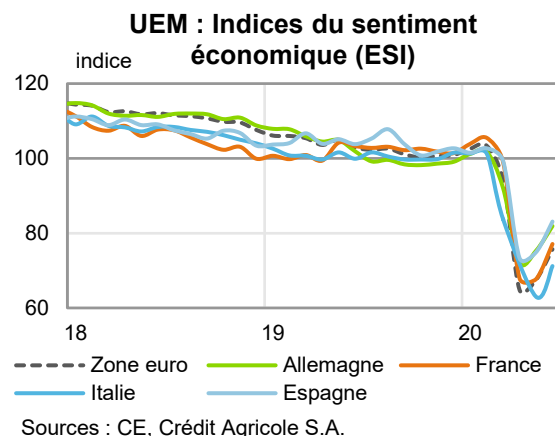
baisse de la richesse nette des ménages. Complice aussi un taux d'endettement en légère hausse porté par l'endettement bancaire qui a continué de croître avec des flux de crédit ayant progressé sans s'affaiblir au rythme de 3,5% sur un an.

Le repli de la valeur ajoutée (-3,3% sur le trimestre) a donc surtout pesé sur les sociétés non-financières qui ont vu baisser leur excédent brut d'exploitation (-4,7%) et leur taux de marge (-2 points). En effet, le repli de la productivité a été bien plus important que celui des rémunérations des salariés augmentant ainsi les coûts salariaux unitaires. Le recul des revenus de la propriété a aussi contribué à la baisse du revenu net d'entreprise et le repli de l'investissement des SNF s'en est suivi (-5,2% sur le trimestre). Le besoin de financement des SNF s'est accru et il a été satisfait par une accélération des flux de crédit (3,2% sur un an après 1,9%) alors que le financement obligataire a fortement ralenti et celui par actions s'est nettement réduit. Le taux d'endettement des SNF a néanmoins progressé pour s'établir à 79,3%. Leur richesse nette a diminué sous l'effet des pertes de valorisation des actifs actions et obligataires.

Zone euro : en juin le sentiment économique s'améliore nettement

Les enquêtes sur le sentiment économique en zone euro révèlent une nette amélioration de la situation des entreprises au mois de juin avec un indice s'établissant à 75,7 points après 67,5 pts en mai et 64,8 pts en avril. Le point le plus bas atteint est dorénavant dépassé depuis deux mois, signe du redémarrage de l'activité des économies de la zone. Néanmoins par rapport au niveau historiquement supérieur à 100 sur la période pré-crise, le sentiment des agents reste encore très faible. La déclinaison de l'indice par pays nous indique un plus net rebond de l'activité en Espagne (83,1 points) et en Allemagne (81,9 pts) comparativement à la France (77,1 pts) et à l'Italie (71,2) où celui-ci reste plus bas. L'ensemble des secteurs sondés sont moins pessimistes quant à leur activité. Toutefois, les activités de services, plus lourdement impactées par les effets de la crise, demeurent dans une situation plus délicate comparativement aux autres secteurs. Les secteurs de l'industrie et des ventes au détail affichent une remontée plus dynamique tandis que le secteur de la construction, moins touché par la crise, rebondit mais plus modestement. Les indicateurs d'activité des directeurs d'achat ont également confirmé ce rebond dans les quatre grands pays de la zone avec des indices composites au plus haut depuis quatre mois. L'activité espagnole atteint quasiment la stabilisation à 49,7 points

en effectuant la plus forte progression parmi les quatre pays. Ses activités de services sont passées en phase d'expansion et son activité industrielle s'est nettement redressée. L'activité italienne reste en recul à 47,6 pts en raison d'une détérioration plus marquée de ses activités de services mais aussi industrielles. L'activité allemande est celle qui accuse le plus fort repli en raison du poids de son secteur industriel lourdement handicapé par des exportations réduites à néant. Seule la France, sort la tête de l'eau en affichant une expansion de son activité (à 51,7 pts).

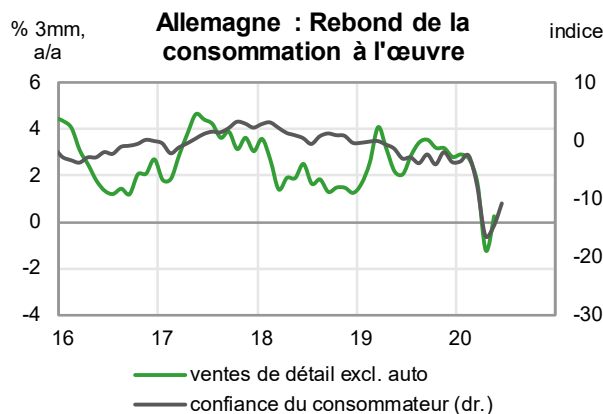


Notre opinion – L'activité en zone euro se redresse davantage même si elle demeure toujours en zone de contraction. Les rebonds effectués en mai et juin devraient limiter la chute du PIB de la zone au T2, qu'on attend toujours bien plus marquée que celle enregistrée au T1. Toutefois, le passage en zone d'expansion semble encore éloigné et l'ampleur de la reprise très différente entre les pays. La production industrielle ne repart que sommairement et l'absence de la demande étrangère continue de peser sur le redémarrage espéré. La reprise est certes enclenchée mais pourrait s'avérer poussive.

Allemagne : une remontée de la consommation en bonne voie

Le chiffre d'affaires des commerces de détail en Allemagne a rebondi de 13,9% sur un mois en mai, après une chute de 6,5% en avril et un repli de 2,7% en mars. Ce regain du volume des ventes de détail est plus important qu'anticipé et laisse entrevoir une amélioration de la consommation jusqu'ici mise sous cloche par les mesures de confinement s'étalant sur les mois de mars et d'avril. Ce redressement devrait vraisemblablement se poursuivre si l'on tient compte de l'indice de fréquentation des magasins de vente au détail qui signale un retour progressif mais constant de la clientèle à fin juin. Toutefois, la fréquentation demeure encore 11% inférieure à ce qu'elle était avant crise en janvier et février, révélant la présence de freins à la consommation toujours tenaces. Parallèlement, le nombre de réservations dans les restaurants a fortement augmenté depuis la mi-mai pour revenir à leur niveau d'avant la crise sanitaire à la fin juin. L'ensemble de ces indicateurs nous confirme que le creux de la consommation est

dorénavant derrière nous mais que celle-ci devrait cependant enregistrer un recul marqué au T2 avant de rebondir significativement au T3.

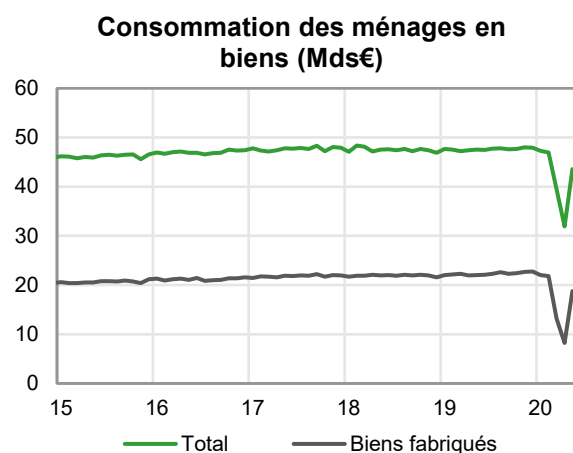


Sources : Destatis, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – Les ventes au détail de mai suggèrent un redressement en cours de la consommation même si les reculs de mars et d'avril pèseront davantage sur son évolution du T2 dans son ensemble. La levée des mesures restrictives a permis une reprise progressive de la consommation privée qui s'accroît essentiellement en juin. Cependant, la confiance du consommateur est néanmoins élimée par les craintes d'un chômage partiel perdurant et les risques de mise au chômage.

France : nette reprise de la consommation en biens au mois de mai

Au mois de mai, la consommation des ménages en biens progresse de 36% par rapport au mois d'avril suite au déconfinement. Si la consommation ne retrouve pas son niveau de février (-7,2%), elle repasse cependant au-dessus du niveau du mois de mars. Par secteur, le rebond est particulièrement marqué pour les biens fabriqués (+129% par rapport au mois d'avril et notamment +202% pour le textile et l'habillement) et durables (+162% sur un mois). Pour certains biens, la consommation retrouve même son niveau de février ce qui indique un rattrapage de la consommation qui n'a pas pu être effectuée pendant le confinement, grâce à la réouverture des commerces. C'est le cas notamment pour les biens d'équipements. La consommation de biens alimentaires, qui avait progressé pendant le confinement, se maintient à des niveaux élevés (+0,6% sur un mois et +4,1% par rapport au mois de février).



✓ **Notre opinion** – Le dynamisme de la consommation en sortie de confinement est une bonne nouvelle pour la reprise de la demande et de l'activité économique en France. En outre, avec la réouverture de nombreux services et notamment des restaurants et bars à la fin du mois de mai et au mois de juin, la consommation de services devrait également reprendre. Il faudra cependant patienter plusieurs mois pour s'assurer d'un rebond durable de la demande. En effet, la hausse de la consommation de biens est tout d'abord le résultat mécanique de la réouverture des commerces en mai. Si une surconsommation pour certains biens permet de rattraper partiellement les achats n'ayant pas été effectués pendant le confinement, ces comportements pourraient s'estomper. Le retour de la confiance des ménages et de bonnes perspectives sur leur situation financière future seront nécessaires pour une reprise durable de la consommation des ménages, notamment en ce qui concerne les achats importants (automobile, équipement...). Le retour de la consommation en biens et services aux niveaux d'avant crise ne sera probablement effectif que d'ici plusieurs trimestres, du fait de la hausse du chômage, du maintien d'une épargne de précaution élevée et de la réduction progressive des mesures de soutien.

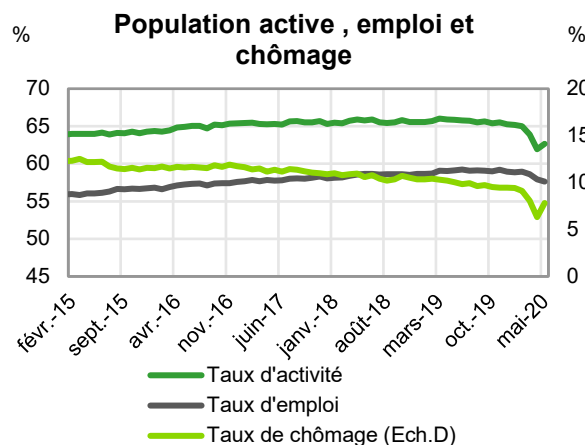
👉 Italie : hausse du chômage en mai

Pour le troisième mois consécutif, l'emploi enregistre une baisse en Italie. Le taux d'emploi est passé de 57,9% à 57,6% soit 84 000 emplois en moins. Cette baisse a été plus marquée au sein de la population féminine dont le taux d'emploi a diminué de 0,7%. Le nombre de chômeurs est également en augmentation avec plus de 307 000 personnes déclarées comme étant non employées soit une hausse de 18%. En dépit d'une baisse prononcée du taux d'activité (-1,6%), la croissance substantielle du nombre de nouveaux chômeurs en mai a conduit à une remontée du taux de chômage de +1,2 point pour atteindre 7,8%.

Cette hausse ne devrait être que les prémices d'une tendance qui devrait se prolonger d'autant que l'Istat estime, d'après des données d'enquêtes courant sur le mois de mai, que 12% des entreprises entendent réduire leur main-d'œuvre. On reste cependant loin d'un choc marqué sur le marché du travail. Les effets de la crise sur l'emploi restent, pour le moment, masqués par deux phénomènes. Le premier est la baisse du taux d'activité qui annule en partie la hausse du nombre de personnes actives non employées. Le second est l'effet de compensation des mesures de chômage partiel ainsi que l'interdiction des licenciements.

Le gouvernement avait, lors de la promulgation du décret *Cura Italia*, émis une première vague de mesures visant à suspendre les procédures de licenciement individuel et collectif pendant la période de crise. Initialement de 60 jours, la suspension des

licenciements a été prolongée de 5 mois et devrait ainsi courir jusqu'au 17 août. Il est possible que cette interdiction soit prolongée jusqu'à la fin de l'année. Mais la faisabilité d'une telle décision reste complexe. Elle implique en contrepartie le maintien du dispositif de chômage partiel. Ce dernier a été implémenté dès le début de la crise. Les entreprises pouvaient avoir recours au chômage partiel pour une durée de 14 semaines. Cette période a été prolongée, le 27 juin, de 4 semaines supplémentaires pour les employeurs ayant déjà pleinement utilisé les subventions précédentes. Le dispositif pourrait donc s'étendre jusqu'au 31 octobre. A cet effet, un fonds de 22 milliards d'euros a été créé, dont 5,3 milliards d'euros inscrits dans le décret la *Cura Italia* et 16,4 milliards ajoutés par le *Decreto Rilancio*.



✓ **Notre opinion** – Avec un risque de licenciements en cascade une fois le soutien de l'État retiré, la question du prolongement du dispositif reste au cœur des préoccupations du gouvernement et de la classe politique en générale. D'une part, la question du financement du chômage partiel va se poser au regard des fonds qui devront y être alloués s'il venait à être prolongé jusqu'à la fin de l'année. Pour rappel, 4 semaines de dispositif auront coûté entre 4 à 5 milliards d'euros. D'autre part, la classe politique se divise entre la possibilité de viser les secteurs plus durement touchés comme proposé par le ministère de l'Économie et le Parti démocrate tandis le ministère du Travail et le M5S font pression pour une extension généralisée jusqu'à la fin de l'année. Pour le moment, le gouvernement étudie la possibilité d'une formule combinée qui permette d'inciter les entreprises à diminuer leur recours au chômage partiel en contrepartie de baisse de charges.

👉 Espagne : « Une réforme fiscale est inévitable »

Le titre reprend les paroles du leader socialiste lors de son premier entretien télévisé depuis que l'Espagne a laissé derrière elle l'état d'alerte pour contrôler l'épidémie de Covid-19. L'annonce proposait une réforme fiscale visant à augmenter les impôts des grandes entreprises. Des taxes environnementales seraient également adoptées et le président du Conseil des ministres s'est montré favorable à une augmentation de l'impôt sur le revenu des personnes concernant les tranches les plus élevées. Les salaires des fonctionnaires et les retraites ne seraient pas non plus réduits.

En outre, le président du gouvernement a déclaré que l'Espagne approuvera 50 milliards d'euros de

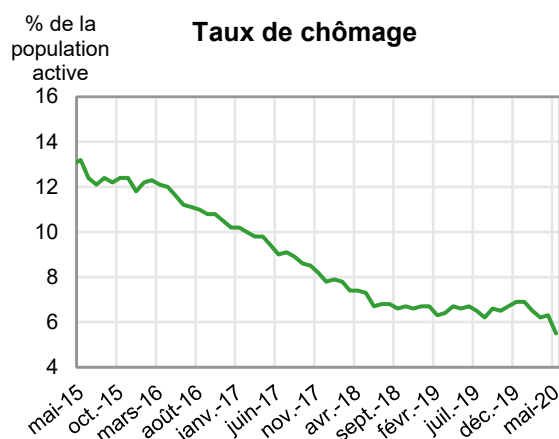
nouvelles mesures, comprenant la création d'un fonds pour améliorer la solvabilité des entreprises, afin de relancer l'économie touchée par le Coronavirus. Dans le cadre de l'aide, le gouvernement mettra en place un fonds de 10 milliards d'euros pour potentiellement renflouer des entreprises dans des secteurs stratégiques, qui sont considérées comme viables mais qui connaissent des problèmes de solvabilité après près de trois mois de *lockdown*. L'État pourrait entrer temporairement dans le capital de ces sociétés par le biais de la société publique d'État SEPI (Société d'État des participations industrielles), qui relève du ministère du Budget.

✓ Notre opinion – La situation de entreprises espagnoles s'avère très difficile. Le mois dernier, le gouverneur de la Banque d'Espagne, Pablo Hernandez de Cos, a déclaré qu'il était urgent de revoir le processus de restructuration, d'insolvabilité et d'allègement de la charge financière des entreprises. En mars, le gouvernement avait approuvé des lignes de crédit garanties par l'État pouvant atteindre 100 milliards d'euros pour aider principalement les petites et moyennes entreprises et les indépendants à lutter contre les retombées de la pandémie. Avec un déficit qui pourrait atteindre 9,7% en 2020, le gouvernement doit mettre en place des réformes fiscales : selon le président, le taux de prélèvement obligatoire en Espagne atteint 39% du PIB, soit 7 points en-dessous de la moyenne européenne. Un élément sensible est pour l'instant évité : l'augmentation de la TVA, suggérée plus tôt cette semaine par la Banque d'Espagne, un impôt régressif qui ne s'inscrit pas dans les plateformes de la coalition Partie Socialiste – Unidos Podemos. Reste à voir si le gouvernement pourra éviter l'augmentation de cet impôt, qui aurait un impact politique certainement négatif.

👉 Portugal : recul de l'emploi en mai

En mai 2020, l'estimation provisoire de la population active portugaise s'élevait à 4,914 millions de personnes, après avoir diminué de 3,1 % par rapport à avril et de 5,2 % sur un an. Le taux d'activité s'affichait à 63,2 %, en recul de 2 points par rapport à avril (-3,5 points sur un an) et le nombre d'employés, à 4,646 millions de personnes, a reculé de 2,2% par rapport à avril (4% sur un an). Le taux d'emploi s'affiche à 59,7% (61,1% en avril) et a reculé de 2,6 points par rapport à mai 2019.

En ce qui concerne la population au chômage, elle s'affiche à 267 900 individus en mai, en recul de 16% par rapport à avril (-21,9%, sur un an), soit un taux de chômage à 5,5%, en diminution de 0,8 point par rapport à avril (-1,1 point sur un an). Quant à la population inactive, elle a augmenté de 5,8% sur un mois et de 10,7% sur un an. Le taux d'inactivité atteint 36,8% (34,8% en avril).



Source : INE, Crédit Agricole S.A.

✓ Notre opinion – L'évolution du marché du travail continue d'être marquée par l'impact de la pandémie Covid-19. De février à mai, nous observons une forte réduction de l'emploi, de l'ordre de 4%. Cependant, cette réduction ne s'est pas accompagnée d'une augmentation du taux de chômage, qui a même diminué, de 0,9 point. En revanche, le nombre d'inactifs faisant partie de deux groupes qui se situent à la frontière de la population active a sensiblement augmenté : les inactifs qui, bien que désireux de travailler, n'ont pas cherché activement du travail et des personnes inactives qui cherchent activement du travail, mais qui n'étaient pas immédiatement disponibles pour commencer à travailler pendant la semaine de référence ou les deux semaines suivantes. Reflétant dans une large mesure cette situation, le taux de sous-utilisation de

la main-d'œuvre a présenté un comportement opposé à celui du taux de chômage (il a augmenté de 1,8 point par rapport à février).

La résilience du taux de chômage et l'augmentation des inactifs peuvent être expliquées par un élément technique. Les personnes précédemment classées comme « chômeurs » et celles qui ont perdu leur emploi en raison de la pandémie de Covid-19 peuvent désormais être classées comme inactives en raison des restrictions à la mobilité, de la réduction ou interruption des canaux normaux d'information sur les postes vacants du fait de la suppression partielle ou fermeture totale d'une proportion très importante d'entreprises, raisons pour lesquelles elles n'ont pas activement recherché un emploi (un critère nécessaire pour le classement au chômage). En outre, la non-disponibilité pour commencer à travailler dans la semaine de référence ou dans les deux semaines suivantes, s'ils avaient trouvé un emploi (parce qu'ils avaient des enfants ou d'autres personnes à charge ou tout simplement à cause de la réduction de la mobilité), conduit ces personnes à faire maintenant partie de la population inactive.

Royaume-Uni

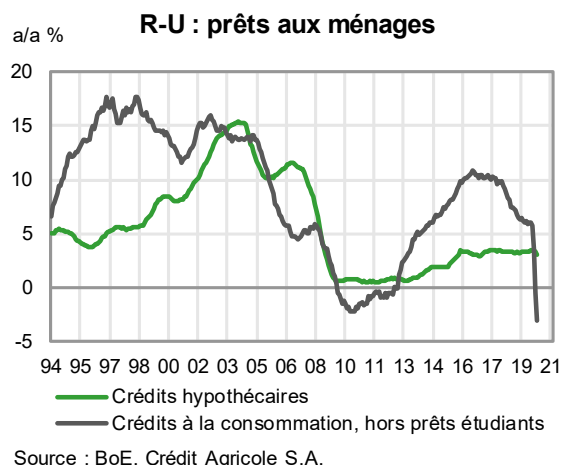
Royaume-Uni : les ménages ont épargné et se sont désendettés pendant la crise

Les statistiques mensuelles de la Banque centrale d'Angleterre (BoE) sur la monnaie et le crédit montrent que les dépôts des ménages et des entreprises ont augmenté significativement sur la période de mars à mai (+157 Mds £ après une hausse de 28 Mds £ au cours des trois mois à fin février). Les ménages ont augmenté leurs dépôts de 56,6 Mds £, dont 25,6 Mds £ sur le seul mois de mai, un record historique de la série depuis son début en 1997, reflétant évidemment la forte baisse des dépenses de consommation consécutive à la fermeture des commerces non-essentiels. Les entreprises privées non-financières ont aussi augmenté leurs dépôts : de 66,6 Mds £ sur la période de mars à mai contre 7,3 Mds £ sur les trois mois précédents. En conséquence, la croissance de la masse monétaire a accéléré à 11,3% depuis 4,6% en février.

Côté crédit, l'encours de crédit aux ménages a baissé de manière substantielle en avril et en mai (de 7,4 Mds £ et 3,4 Mds £ respectivement), les remboursements ayant été plus importants que les souscriptions de nouveaux emprunts. C'est surtout le cas pour les crédits à la consommation, alors que les crédits immobiliers ont enregistré une légère hausse. En revanche, le nombre de prêts accordés pour un achat immobilier a continué de baisser au mois de mai, suggérant que la faiblesse du marché immobilier devrait s'accroître dans les prochains mois.

Le crédit à la consommation a baissé fortement au mois de mai, pour le troisième mois consécutif. Même si la levée des mesures de distanciation sociale a commencé progressivement à partir de mi-mai, les commerces dits non-essentiels sont restés fermés jusqu'à mi-juin. Depuis le mois de mars, les ménages ont remboursé 15,8 Mds £ de crédits à la consommation (hors prêts aux étudiants), du jamais vu depuis le début de la série en 1993. Le taux de croissance annuel de ce type de crédit est devenu négatif en avril pour la première fois depuis août 2012 et a plongé encore plus en mai à -3%, le plus bas rythme de croissance depuis le début de la série. Les taux d'intérêt sur les nouveaux crédits à la consommation ont baissé à 5,10%, près de 2 points de pourcentage en deçà de leur niveau au début de l'année.

Côté entreprises, l'ampleur de la crise a résulté en une hausse record de leur financement net. Les emprunts auprès des institutions financières ont augmenté de 33,9 Mds £ sur le seul mois de mars et de 40,2 Mds £ sur les trois derniers mois à fin mai. Aux mois de mars et d'avril, cela s'explique en large partie par la hausse des emprunts bancaires des grandes entreprises. Au mois de mai en revanche, les grandes entreprises ont procédé à des remboursements nets de crédits bancaires, qui ont été plus que compensés par une hausse spectaculaire du crédit bancaire aux petites et moyennes entreprises (PME). Les PME ont emprunté 18,2 Mds £ en net sur le mois de mai, ce qui s'explique par la mise en place du *Bounce Back Loan Scheme*. Avant mai 2020, le montant le plus élevé s'élevait à 589 millions £ au mois de septembre 2016. Enfin, en avril et en mai, le crédit bancaire a décéléré au profit d'une hausse du financement à travers l'émission de titres sur les marchés financiers (+16,1 Mds £ en avril puis 3,5 Mds £ en mai). Par ailleurs, le coût de l'emprunt bancaire aux entreprises de toute taille a baissé fortement au mois de mai atteignant de nouveaux records bas. Le taux moyen sur nouveaux prêts par les sociétés privées non-financières a chuté à 1,05%, soit une baisse de 1,5 point de pourcentage par rapport à février 2020.



✓ Notre opinion – La hausse des dépôts des ménages sur les trois derniers mois s'explique évidemment par la contraction de leur consommation en raison du confinement. Même si les mesures de distanciation sociale ont été progressivement assouplies à partir de mi-mai, les restaurants et les commerces non-essentiels sont restés fermés jusqu'à mi-juin. Les ménages ont pu garder leur emploi grâce aux dispositifs de l'Etat ainsi qu'une large part de leur revenu. L'argent qui n'a pas été consommé a donc été épargné et/ou a servi à rembourser des crédits à la consommation. Ainsi, les comptes des ménages semblent avoir subi « une cure forcée » grâce à la pandémie de Covid-19, ce qui est un bon point de départ pour la reprise. A l'ouverture de l'économie, l'argent épargné servira, en partie, à réaliser des projets d'achats qui avaient été bloqués pendant le confinement, ce qui devrait conduire à un fort rebond de la consommation des ménages

au troisième trimestre. En revanche, il devra aussi servir à honorer des paiements qui avaient été gelés pendant la crise dans le cadre du plan d'aide de l'Etat, tels que les remboursements des crédits immobiliers ou de loyers. L'épargne constituée pendant le confinement, ne sera donc pas consommée en intégralité.

De plus, de nombreux risques baissiers suggèrent que les ménages pourraient garder un niveau élevé d'épargne de précaution. L'incertitude sur la crise sanitaire persiste (taux d'infection élevés dans certaines parties du globe, notamment aux Etats-Unis, risque de seconde vague, incertitude sur la date d'un vaccin), mais aussi celle entourant les emplois et les revenus futurs. Près d'un tiers de la population active bénéficie actuellement d'une forme d'aide du gouvernement. Le nombre d'heures travaillées, les postes à pourvoir et la rémunération ont tous chuté sur les trois derniers mois, reflétant une détérioration rapide et significative des conditions sur le marché du travail. Le taux de chômage, qui a été stable jusqu'à présent grâce aux différents dispositifs de préservation de l'emploi et du revenu mis en place par le gouvernement, devrait augmenter dans les prochains mois en raison de leur rééchelonnement à partir d'août et leur expiration en octobre. Les entreprises en difficulté pour diverses raisons (faillites, faiblesse de la demande, réorganisation des modes de travail, perturbations des chaînes de production) se verront dans l'obligation de licencier du personnel, ce qui devrait à son tour conduire à une nouvelle baisse du taux d'épargne et une hausse de l'endettement.

Pays émergents

Russie : Max Weber, syndrome eurasien et bons d'achat

En Russie, le résultat du référendum constitutionnel est sans la moindre surprise (d'ailleurs le nouveau texte de la constitution est déjà en vente en librairie) : il est adopté à une large majorité et ouvre donc à Vladimir Poutine la possibilité de renouveler deux fois son mandat, et de rester au pouvoir jusqu'en 2036, date à laquelle il aurait 84 ans. Ce qui était moins évident était le taux de participation, que l'opposition espérait faible. A 77,9%, ce n'est pas le cas. Mais les experts s'accordent à noter que les irrégularités ont été nombreuses et surtout particulièrement visibles, au point qu'Alexeï Navalny, principale figure d'opposition à Vladimir Poutine, parle « d'énorme mensonge ».

Or cette question des irrégularités est intéressante, non pour les dénoncer (c'est juste une évidence !) mais parce que cette fois, elles ont donné l'impression que le gouvernement n'y était même pas attentif. Et c'est cela qui interpelle ! Et même, cela interroge sur la nature du régime politique russe, et c'est un point essentiel pour n'importe quel exercice de prévision, dans ce pays comme ailleurs.

Ne pas confondre le régime russe avec un parti anti-système

Rappelons que V. Poutine est l'un des chantres théoriques, avec V. Orban, de la notion de « démocratie illibérale », notion certes bien mal ficelée en termes de théorie politique, mais présentée depuis longtemps par ses deux promoteurs comme un modèle alternatif à une « démocratie libérale » en crise. Crise qui est effectivement l'un des phénomènes politiques les plus importants que nous vivons depuis cinquante ans – à savoir, une forme de « désancrage » psychique collectif rampant, provoqué par l'affaiblissement de la puissance d'un modèle dit universel.

Mais pour promouvoir cette idée de démocratie illibérale, il a fallu cultiver depuis vingt ans quelques éléments de démocratie apparente, notamment la préservation d'une forme d'opposition (c'est définitivement le cas en Russie) ou bien l'organisation d'élections qui conservent une légitimité au pouvoir. Ne nous trompons pas sur la nature du régime politique russe, et surtout de la longévité politique de V. Poutine : elle s'appuie sur un contrat social, dans lequel il cherche à « incarner » la Russie et l'histoire russe, au sens où Max Weber l'exprimait.

Il ne faut donc pas confondre ce type de légitimité avec celle des partis anti-systèmes arrivés au pouvoir un peu partout en Occident, ou dans certains pays émergents : V. Poutine est un pur produit des services secrets russes ; il n'est pas arrivé au pouvoir sur une logique de dégagisme des élites

mais sur une volonté de reprise en main du pays par l'État profond, après les dérives eltsiniennes et dans un état sécuritaire très perturbé du pays, dont les Russes se souviennent. Puis, V. Poutine a peu à peu construit un lien fort et réel avec les classes populaires, en cultivant les références à la fois au passé stalinien et tsariste, sur le thème de l'incarnation d'une nation russe puissante. Et cela a plutôt été une réussite en termes de popularité. Mais où en sommes-nous aujourd'hui ?

Une fatigue politique évidente dans la gestion du vote mais un texte plus complexe qu'un simple coup d'État constitutionnel

Dans l'organisation du vote, un constat prolonge celui que nous faisons depuis deux ou trois ans : les irrégularités trop évidentes affaiblissent le concept de démocratie illibérale, qui implique tout de même le respect du vote (rappelons d'ailleurs que Napoléon III a eu besoin de cinq votes plébiscitaires, dont deux qui lui ont permis d'annexer Nice et la Savoie...). Cette maladresse du pouvoir fait écho à la mauvaise gestion des manifestations de l'an dernier, ou à la mauvaise communication lors de la réforme des retraites. Il y a là une évidente fatigue politique du Kremlin, mais peut-être aussi une vraie dérive dans la nature du régime, que la suite des événements confirmera, ou pas.

Quant au sujet du vote lui-même, un autre constat : la volonté d'affirmer l'identité russe est toujours présente mais surtout renforcée, puisqu'elle va cette fois jusqu'à inscrire des valeurs sociétales conservatrices dans la loi fondamentale, touchant à la religion et au rejet du mariage entre homosexuels. C'est l'un des points en fait très important de ce vote, qui va bien au-delà de la question des mandats de V. Poutine.

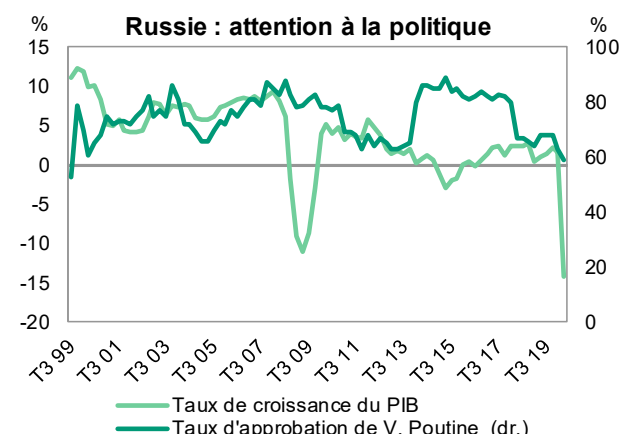
En effet, ce texte exprime l'évolution sociétale des dernières années à la fois du président lui-même (de plus en plus attaché à des valeurs religieuses) mais aussi de ce pays, qui s'affirme là, dans sa constitution, en rupture face à une société occidentale fracturée par les questions de genre et d'identité. C'est exactement la même rupture qu'expriment d'autres pays, comme la Pologne ou l'Inde, avec N. Modi (qui a d'ailleurs été l'un des premiers à féliciter Vladimir Poutine). Mais il s'agit aussi d'un pas de côté avec la laïcité soviétique. Ce nouveau texte est donc en train de clore un certain héritage de l'URSS, tout en affichant le principe que l'incarnation constitutionnelle d'une nation passe par l'écriture de son identité de son genre ou de religion. Ce n'est pas rien par les temps qui courent...

En fait, pourquoi les Russes ont-ils voté ?

Finalement, la grande question est de savoir pourquoi les Russes ont voté, car ils étaient confrontés à un « paquet constitutionnel », donc pas si simple de savoir ce qui les a convaincus : s'agissait-il de garder au pouvoir un homme dont ils sont clairement lassés (comme en témoigne son taux de popularité déclinant) mais qui est encore, à défaut d'une autre alternative, la garantie d'une forme de stabilité (c'est l'autre point majeur du contrat social entre V. Poutine et les Russes) ? Ou alors s'agissait-il de voter pour que des valeurs conservatrices soient inscrites dans les textes ? Ou enfin, pour la partie plus sociale de la constitution, avec par exemple, l'obligation d'indexation des retraites à l'inflation ?

Ce dernier point est lui aussi très important car il prolonge parfaitement cette idée que la « sécurité économique » – notion qui existe déjà dans la constitution – est une obligation de l'État, et doit présider aux choix qui seront faits. Sur ce point, la

Russie cultive donc à la fois son héritage soviétique, mais aussi sa position de rupture avec le libéralisme (bien que la réalité d'un système oligarchique soit en fait nourri de libéralisme...).



Sources : Levada center, FMI

✓ Notre opinion – Finalement, l'analyse de ce vote ne se résume pas seulement à la distribution de bons d'achats en période Covid... Il est probable que les Russes qui ont véritablement voté (et la participation a tout de même été importante en comparaison avec d'autres pays) l'ont fait pour ces trois points à la fois : préserver la stabilité politique, inscrire des valeurs conservatrices dans les textes, et y inscrire aussi des valeurs plus « soviétiques » de sécurité économique et de protection des plus faibles.

Ce texte, quand on le regarde de plus près, peut donc effectivement servir de base à Vladimir Poutine pour prolonger son mandat, trop longtemps (même pour ses propres supporters), mais il ressemble aussi à l'écriture d'un héritage politique. Et il ressemble vaguement enfin à cette identité politique russe qui a tant de mal à se définir non pour elle-même, mais toujours en regard ou en opposition avec l'Occident. Vieux syndrome eurasien.

C'est sans doute pour cela aussi que ce texte a un peu paralysé l'opposition. Ainsi, le Parti libéral labloko a appelé les Russes à boycotter un « vote falsifié, illégal et anticonstitutionnel ». Le Parti communiste avait fait campagne en faveur du « non », malgré des vues souvent proches du Kremlin. Quant à A. Navalny, il avait surtout appelé à concentrer les efforts sur les élections régionales de septembre et sur les législatives de 2021. Selon lui, débattre du référendum était inutile car les amendements avaient déjà été approuvés par le Parlement.

Et à présent ? Et bien à présent, comme ailleurs, la Russie va retrouver tous ses problèmes. Vladimir Poutine va devoir affronter à la fois sa popularité déclinante, la crise économique, un prix d'équilibre du pétrole sans doute plus faible qu'il n'était avant le Covid, et enfin, la difficulté structurelle de l'économie russe à produire de l'investissement et de la croissance, qui risque de limiter le rebond en 2021.

Il va devoir affronter, à court terme, une rentrée politique agitée et, à moyen terme, choisir un successeur. Car rien ne nous dit, en fait, qu'il restera effectivement au pouvoir jusqu'en 2036.

👉 Mexique : si près des États-Unis...

C'est à l'unanimité de son conseil que la banque centrale (Banxico) a décidé de baisser son taux directeur de 50 points de base à 5%. Selon Banxico, les risques qui pèsent sur la croissance restent « baissiers » alors que l'équilibre des risques entourant l'inflation demeure « incertain » (*output gap* encore plus négatif, moindres pressions inflationnistes émanant de l'étranger à opposer à dépréciation supplémentaire du peso et possible perturbation des chaînes d'approvisionnement, impactant la production et la distribution de biens et services). L'inflation s'est très récemment redressée

(à 3,2% début juin après 2,1%) mais les anticipations d'inflation à court terme restent proches de l'objectif de 3%. Sur un tout autre sujet, le « nouvel ALENA » (ACEUM/USMCA) est entré en vigueur le 1^{er} juillet : un événement accueilli avec optimisme par près de deux tiers des Mexicains. Selon une enquête nationale réalisée par *El Financiero*, 64% pensent que le nouvel accord commercial entre le Mexique, les États-Unis et le Canada bénéficiera à l'économie au cours des 12 prochains mois. En revanche, 27% croient que cette version renouvelée de l'ALENA profitera peu, voire pas au Mexique.

✓ **Notre opinion** – Les prévisions de croissance sont victimes d'une obsolescence accélérée : le temps avance et les contractions du PIB prévues pour 2020 ne cessent de s'amplifier. Le FMI table désormais sur un recul de 10,5% (à rapprocher de 6,6% en avril) suivi d'une reprise de 3,3% (contre 3%). La politique monétaire a certes pris une tournure accommodante très rapidement mais elle ne peut suppléer l'absence d'un vrai plan de soutien budgétaire. Et les regards de se tourner vers le Nord : les Mexicains se réjouissent de l'entrée en vigueur du nouveau traité commercial nord-américain et ils ne sont pas les seuls. Selon le ministre des Finances, Arturo Herrera, le nouvel accord constitue un des moteurs spécifiques susceptibles de stimuler l'activité économique, aux côtés d'un système financier robuste, des microcrédits et des dépenses d'investissement publiques. Selon A. Herrera, la reprise sera notamment soutenue par les nouvelles dispositions de l'accord (telles que les règles d'origine) permettant de soutenir les principaux secteurs économiques locaux, d'accroître la concurrence tout en protégeant l'emploi dans les trois pays. Faire preuve de volontarisme ou d'optimisme est légitime tout particulièrement lorsque le contexte global et national est « contrariant », notamment en termes de flux d'investissements directs étrangers. Le United Nations Committee on Trade and Development (UNCTAD)¹ prévoit une chute des IDE de 30 à 40% au niveau mondial pour l'année en cours et l'année 2021. Par ailleurs, pour la première fois depuis 2011, le Mexique est exclu des 25 pays les plus attractifs en termes d'investissements étrangers (A.T. Kearney, 2020)². La dégradation du Foreign Direct Investment Confidence Index (FDICI) du Mexique s'explique principalement par l'application par le Gouvernement d'AMLO de mesures controversées affectant le secteur privé (annulation de projets privés comme la construction de l'aéroport de Texcoco, retour en arrière sur la réforme du secteur énergétique) et la poursuite de politiques strictes non-adaptées à une conjoncture en dégradation avant même le choc imposé par la crise sanitaire.

Par ailleurs, il semble que les bénéfices tirés par le Mexique du fait de sa proximité avec les États-Unis se soient estompés au cours des 20 dernières années et que la capacité d'absorption du pays soit remise en question. De nombreux travaux académiques (Aghion, 2011³ ; Maloney, Lederman & Servén, 2014⁴ ; Blecker & Esquivel, 2010⁵) s'accordent pour affirmer que la convergence du revenu par tête du Mexique vers celui de ses partenaires de (feu) l'ALENA a été décevante. Pour continuer de bénéficier de l'intégration commerciale, le Mexique doit (au minimum) mener trois réformes structurelles. Il lui faut promouvoir l'intégration régionale et atténuer la dichotomie entre une économie développée et formelle au Nord et une économie non-reliée aux chaînes de valeur ajoutée créées par l'accord commercial et peu productive au Sud. Il s'agit ensuite d'améliorer les conditions de travail et d'augmenter l'investissement en capital humain à travers l'éducation et la formation afin d'élever la productivité globale. Enfin, il faut accroître la capacité redistributive du système fiscal.

Hong-Kong : la réouverture des frontières conditionnera le rythme de la reprise

Les nuages continuent de s'accumuler au-dessus de Hong-Kong. Certes, le territoire a géré la crise sanitaire de manière exemplaire, compte tenu de surcroît de sa densité de population, mais son extrême ouverture la rend également plus dépendante du cycle de ses voisins. Déjà affaibli économiquement avant la crise, Hong Kong ne devrait pas renouer avec la croissance avant encore plusieurs trimestres.

La fermeture des frontières fait vaciller l'économie

Certes, la reprise semble bien engagée en Chine continentale, même si la demande demeure à un niveau inférieur à la normale. Mais la fermeture des frontières et la limitation des flux humains – le nombre de touristes étant quasiment nul depuis

quatre mois – pénalisent fortement Hong-Kong. Depuis 2003, le nombre annuel de touristes chinois est en effet passé de 8,5 à 43 millions, soit plus des trois quarts des visiteurs internationaux. Ces touristes chinois, qui restent souvent moins d'une journée, sont essentiels pour l'économie hong-kongaise, car ce sont eux qui soutiennent les ventes au détail de certaines catégories de biens, bijoux, cosmétiques et prêt-à-porter en tête.

Si l'économie locale (ventes dans les supermarchés, biens d'équipement et de consommation durables) se redresse progressivement et devrait être soutenue par un bon de 10 000 HK\$ à tous les résidents majeurs, dont la distribution commencera à partir du 8 juillet, sa taille ne sera pas suffisante pour compenser la perte induite par la fermeture des frontières. En mai, les ventes au détail ont une

¹ UNCTAD – "Impact of the COVID-19 pandemic on global FDI and GVCs - Updated analysis" – Investment Trends Monitor (March 2020) https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/diaeiainf2020d3_en.pdf

² A.T. Kearney – "Entering the storm: anticipating risk in an uncertain world" – the 2020 Foreign Direct Investment Confidence Index (Juin 2020)

³ Aghion, Edouard - "NAFTA and its Impact on Mexico" - University Library of Munich, Germany (2011) <https://ideas.repec.org/p/pra/praipa/36529.html>

⁴ Maloney, Lederman, Servén - "Lessons from NAFTA: For Latin America and the Caribbean" – Inter-American Development Bank (IADB) (2004) <https://publications.iadb.org/en/lessons-nafta-latin-america-and-caribbean>

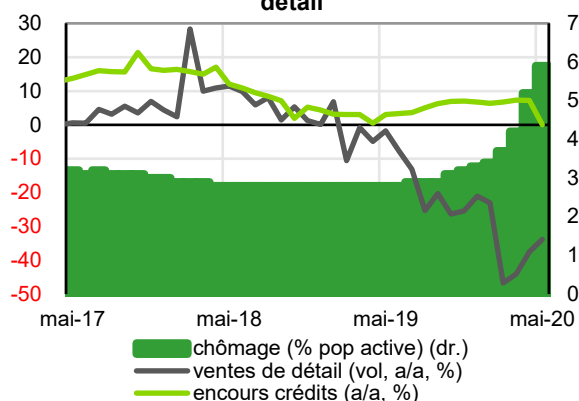
⁵ Blecker & Esquivel - "NAFTA, Trade, and Development" - University of California at San Diego, Center for U.S.-Mexican Studies, Center for U.S.-Mexican Studies, UC San Diego (2010) <https://ideas.repec.org/p/cdl/usmexi/qt07f5g232.html>

nouvelle fois reculé de 32,8% en glissement annuel (après -36,1% en avril et -42,1% en mai). Un chiffre d'autant plus inquiétant que le niveau de 2019 représentait déjà un point bas en raison des premières tensions géopolitiques et manifestations. De fait, les ventes au détail n'ont pas connu de croissance positive depuis janvier 2019.

L'emploi et l'immobilier au cœur des inquiétudes

Derrière la question des ventes au détail, deux indicateurs clés pour l'économie du territoire sont à surveiller de près : le taux de chômage et l'immobilier.

Hong Kong : chômage, crédit, ventes au détail



Sources : CSD, HKMA

Bien loin des niveaux américains ou même européens, le premier a cependant presque doublé en six mois, à environ 6%, une anomalie dans cette économie habituée au plein emploi. Si le secteur de la vente au détail ne représente que 5% du PIB, il concentre 15% des emplois – c'est l'inverse de celui de la finance, 20% du PIB mais 12% des emplois – et 22% des chômeurs en recherche active. La

contraction de l'activité dans ce secteur est donc une très mauvaise nouvelle pour l'emploi.

Sur l'immobilier, ensuite, notamment les surfaces commerciales. Le taux de vacance des locaux a très légèrement augmenté depuis janvier, passant de 10,9% à 11,5% en mars, mais une nouvelle hausse est à prévoir d'ici la fin de l'année. Le prix de l'immobilier commercial a quant à lui baissé de 15% depuis décembre. Les loyers ne se sont pour l'instant pas totalement ajustés, et n'ont baissé que de 7%. Un mauvais signe au pays des *malls* géants. Du côté de l'immobilier résidentiel en revanche, la demande demeure structurellement soutenue par la pénurie de logements.

Les tensions géopolitiques s'accroissent

Dans ce contexte économique morose, il est encore trop tôt pour savoir exactement quels vont être les effets de la nouvelle loi sur la sécurité nationale sur les anticipations des investisseurs. Entrée en vigueur le 1^{er} juillet, jour du 23^e anniversaire de la rétrocession d'Hong Kong à la Chine, cette loi redéfinit les contours de l'autonomie politique dont le territoire bénéficiait jusqu'ici, puisqu'elle permettra à la Chine de poursuivre toute personne, résidente ou non, hongkongaise ou étrangère, accusé de sécession, subversion, terrorisme ou collusion avec une puissance étrangère. Un tel jugement serait passible de la prison à perpétuité, mais des peines plus courtes sont prévues dans certaines circonstances définies comme mineures.

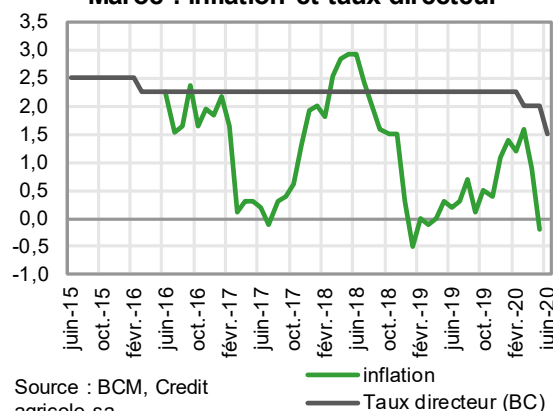
Alors que l'annonce de la loi avait été plutôt bien accueillie par les milieux d'affaires hongkongais, affaiblis par des mois de manifestations puis par la crise sanitaire, et en recherche de stabilité, il faudra suivre leur réaction maintenant que son contenu a été dévoilé.

Maroc : une politique monétaire très réactive face à la crise

La Banque centrale du Maroc (Bank al Maghrib, BAM) poursuit sa politique de soutien à l'économie en utilisant tous les moyens conventionnels dont elle dispose pour contrer la crise du Covid et en atténuer l'impact négatif sur les entreprises et les banques. Après une baisse de son taux directeur de 0,5% en avril, elle vient de décider de baisser à nouveau ce taux de référence de 0,5% à 1,5% le 24 juin 2020. Ces mouvements de taux sont rendus plus aisés par une inflation toujours très contenue et qui est même passée en territoire négatif en mai dernier.

Outre un coût plus modéré pour les entreprises emprunteuses en période de crise, les espoirs de relancer le crédit afin de soutenir les PME mises en difficulté par la crise du coronavirus et le confinement sont également soutenus par la réforme des réserves obligatoires : les autorités monétaires ont décidé de ne plus exiger de dépôts à ce titre aux banques commerciales afin d'élargir leurs marges de manœuvre pour le financement de l'économie en leur offrant plus de liquidités disponibles.

Maroc : inflation et taux directeur



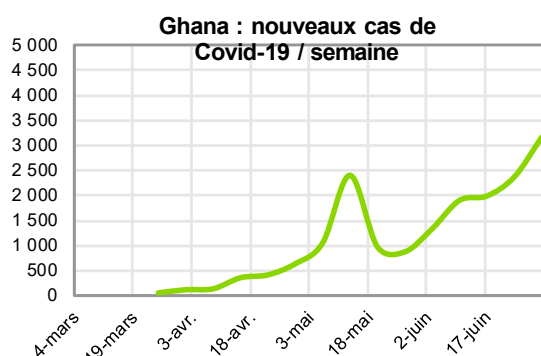
Source : BCM, Credit agricole sa

Par ailleurs, la BAM a renoncé à utiliser la création monétaire pour financer la relance, estimant que les moyens non conventionnels utilisés en Europe ou aux États-Unis sont porteurs de risques inflationnistes et ne sont pas appropriés pour les économies émergentes comme le Maroc.

❑ **Notre opinion** – La politique monétaire de la BAM est à la fois très réactive face à la crise (on se rappelle le tirage immédiat dès avril dernier sur la ligne de liquidité du FMI pour immédiatement atténuer les tensions monétaires sur le dirham, qui sortait alors du tunnel de son régime de change) et à la fois très conservatrice et prudente en termes de politique non conventionnelle. D'autres pays de la région ont utilisé par le passé des politiques de création monétaire massive pour financer les déficits publics (on parle alors de monétisation des déficits budgétaires) et ces politiques se sont généralement révélées très destructrices en termes de solvabilité souveraine ou d'inflation, surtout si elles perdurent pendant plusieurs années.

👉 Ghana : une crise sanitaire encore évolutive et aux conséquences incertaines

La pandémie de Covid-19 semble avoir du mal à être contenue au Ghana où le nombre de cas de personnes contaminées ne cesse d'augmenter et a atteint plus de 3 000 par semaine début juillet, ce qui en fait le troisième pays le plus touché après l'Afrique du Sud et le Nigéria. Les mesures de confinement pendant cinq semaines (restrictions sur les rassemblements publics et sportifs, fermeture des frontières) ont temporairement contenu l'épidémie mais l'assouplissement de ces mesures, le dépistage plus systématique de la maladie par la généralisation des tests et des cas isolés dans des usines agro-alimentaires ont provoqué cette hausse brutale. On ignore encore à ce stade si la pandémie va se propager et obligera les autorités à prendre des mesures de reconfinement.



Source: OMS, Crédit Agricole SA

Les conséquences de la pandémie sur l'ensemble des acteurs économiques se feront toutefois fortement ressentir. Pour atténuer l'impact de la crise, le chef de l'Etat, Nana Akufo-Addo a annoncé un plan de relance de l'économie ghanéenne d'un montant de 173 millions de dollars, destiné en priorité aux entreprises touchées par l'épidémie.

En effet, après une croissance du PIB de 6,5% en 2019 et de nouvelles découvertes potentielles de pétrole, l'économie devrait se contracter de 4% en 2020 en raison de la baisse de la demande mondiale et de la chute des prix du pétrole autour de 40 USD par baril et de l'impact de la crise sur l'ensemble des autres secteurs. Effectivement, la forte croissance du PIB pétrolier ces dernières années a masqué la faiblesse des autres secteurs. Encore peu diversifiée, l'économie ghanéenne présente une forte dépendance au cours des matières premières ce qui la rend très vulnérable à un nouveau choc sur les prix.

Par ailleurs, la pandémie de Covid-19 a des répercussions sur les autres secteurs : les productions industrielle et agricole, et le tourisme. Les pertes dans l'industrie du tourisme, qui représente 6% du PIB et emploie directement et indirectement plus de 600 000 personnes, vont fragiliser ce secteur.

Le déficit budgétaire devrait passer de 4,2% du PIB en 2019 à 7% en 2020 en raison de la baisse des revenus et des mesures de soutien. La dette publique a atteint 64% du PIB en 2019 et devrait passer à environ 79% du PIB en 2020, en partie en raison de dépenses exceptionnelles dans les secteurs énergétique et financier.

Depuis de nombreuses années, le Ghana a fait face à une dépréciation de sa monnaie, le Cedi, à une vitesse d'environ 10% par an. Ceci maintient l'inflation à un niveau élevé de plus de 10% au cours des cinq dernières années. Celle-ci devrait atteindre 11% en 2020.

Un redressement vigoureux en 2021 reste, à ce stade de la crise, encore très hypothétique. Une sortie de récession l'année prochaine sous réserve d'une reprise économique mondiale post-pandémique est sans doute probable néanmoins.

Par ailleurs, le FMI a approuvé une aide d'un milliard de dollars au titre de la facilité de crédit rapide pour permettre au pays de faire face aux besoins urgents de liquidités ce qui lui a permis de régler certains arriérés de paiements.

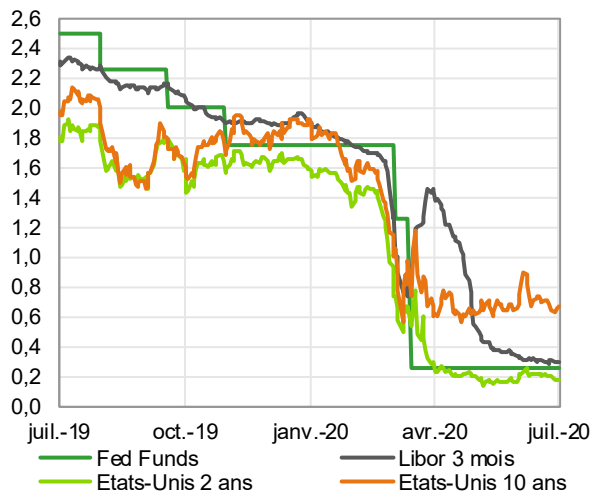
Un des principaux enjeux de la crise sanitaire et d'éviter de mettre en péril la sécurité alimentaire du pays qui dépend fortement des importations de denrées alimentaires et des exportations pour les payer. En effet, le Ghana dépense environ 100 millions de dollars par mois en importations des produits agricoles auprès des pays comme la Chine, les États-Unis et l'Europe. Pour éviter une crise alimentaire qui pourrait affecter les populations les plus pauvres, tant dans les zones rurales qu'urbaines, les organismes multilatéraux de type Banque mondiale mettent en place des programmes d'aide alimentaire où cela est nécessaire.

L'année 2020 sera aussi marquée au Ghana par les élections présidentielles de décembre. Ainsi, des tensions politiques devraient persister entre les deux partis dominants, le NPP et le NDC.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

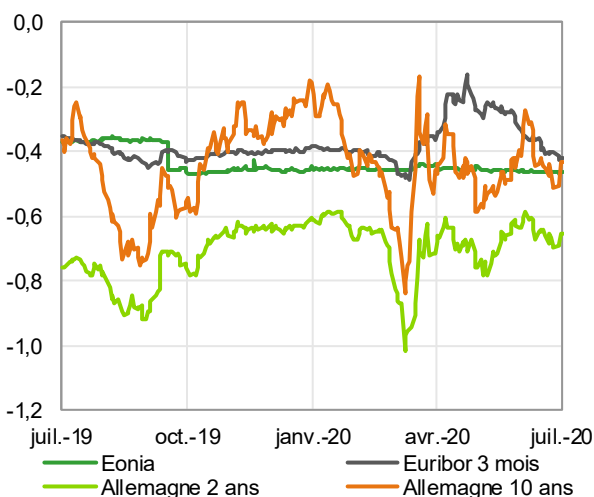
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

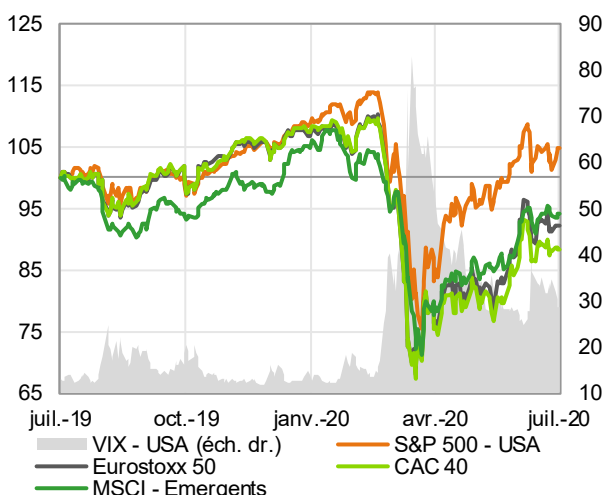
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Marché actions

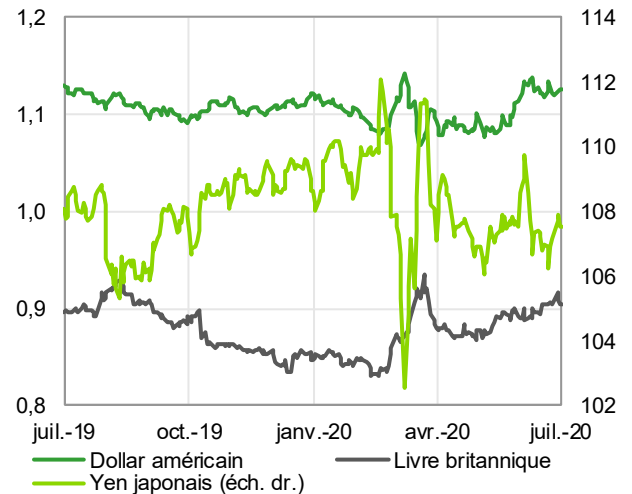
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

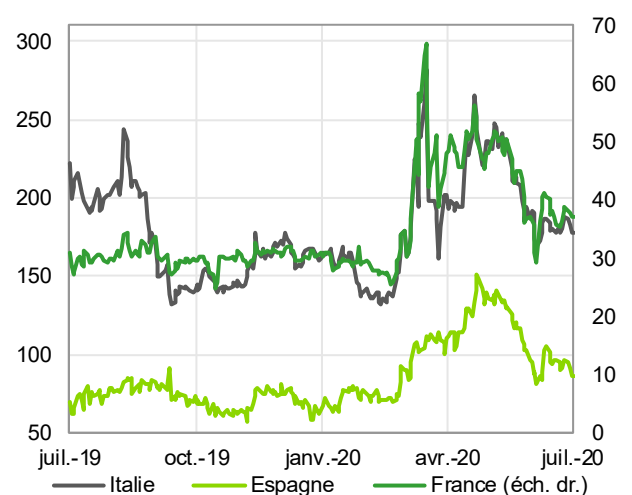
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

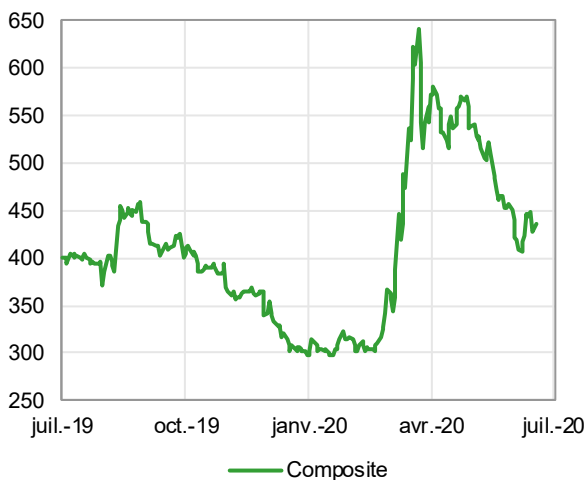
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

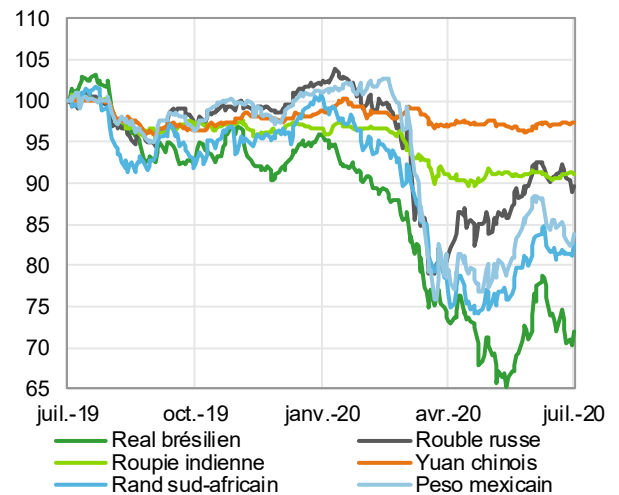
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

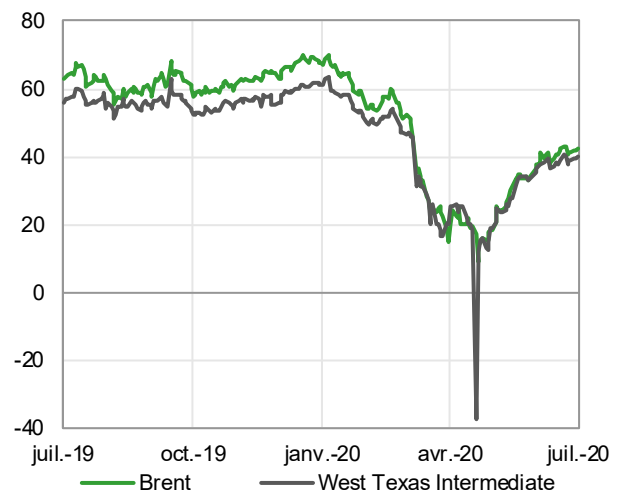
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

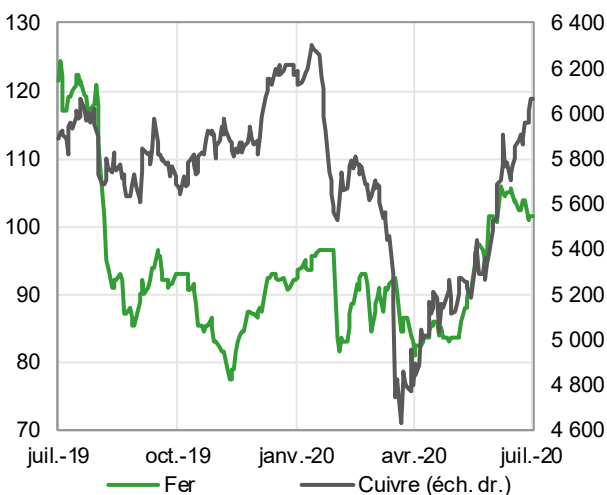
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Agriculture

SRW Wheat (USD/boisseau) et CRB foodstuffs (USD/point)



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
29/06/2020	<u>Zone euro : V comme victoire ?</u>	Europe
26/06/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
24/06/2020	<u>Vents porteurs pour l'aéronautique française ?</u>	Aéronautique
24/06/2020	<u>Electricité – Les enseignements du confinement sur le marché européen</u>	Sectoriel
24/06/2020	<u>PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole - Spécial Covid-19 n°11</u>	Agri-agro
24/06/2020	<u>Chine – Nouvelle progression des indicateurs d'activité en mai</u>	Chine
23/06/2020	<u>Royaume-Uni – Forte détérioration des conditions sur le marché du travail</u>	Royaume-Uni
22/06/2020	<u>Zone euro – L'emploi dans la crise : premiers constats</u>	Zone euro
19/06/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
19/06/2020	<u>France – Immobilier résidentiel : évolutions récentes et perspectives 2020-2021</u>	France, immobilier
17/06/2020	<u>PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole - Spécial Covid-19 n°10</u>	Agri-agro
16/06/2020	<u>Zone euro – Conjoncture : flash détail du PIB au T1 2020</u>	Europe
16/06/2020	<u>Afrique sub-saharienne – Détresse alimentaire et financière, quel va être le rôle de la Chine ?</u>	Pays émergents



Monde – Scénario macro-économique 2020-2021 – 2 juillet 2020

Choc inédit, réponses massives et questions ouvertes

Prévisions économiques & financières

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, 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 LEBOGRE
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

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.