Perspectives

Hebdomadaire – N°20/051 – 13 mars 2020

MONDE – L'actualité de la semaine

- Semaine noire 1
- Qu'avons-nous appris de 2008 ? 1
- France : les premières mesures de soutien annoncées pour contrer l'épidémie de Covid-19 3
- BCE : les mots plus lourds que les actions 4
- Zone euro : le PIB du T4 est déjà annonciateur d'un retournement conjoncturel imminent 4
- Zone euro : dernier sursaut de la production industrielle avant le grand saut vers l'inconnu 5
- Allemagne : la balance commerciale s'enlise dès le mois de janvier 6
- Italie : de bon droit et dans l'intérêt commun 6
- Italie: impact du coronavirus 7
- Italie : l'emploi progresse en 2019 8
- Royaume-Uni : réponse coordonnée, ciblée et musclée de la BoE et du gouvernement pour limiter l'impact du coronavirus 9
- Royaume-Uni : absence d'effet Johnson dans les chiffres de janvier 10
- Impact du choc pétrolier sur la zone 11
- Quels sont les effets de la chute du prix du pétrole sur les économies de la zone ? 13
- Chine : l'inflation continue d'accélérer 14
- La double (voire la triple) peine 15
- Moyen-Orient/Afrique du Nord : quels pays vont le plus souffrir de la guerre des prix du pétrole ? 17
- Liban : défaut souverain, déficit de communication et… toujours pas de réformes 19
- Oman : nouvelle baisse de rating, alors que la chute du prix du pétrole accentue les fragilités 19
- Afrique sub-saharienne : quels sont les pays les plus fragilisés par la crise du coronavirus et la chute des prix du pétrole ? 21

Semaine noire

Les marchés avaient les yeux rivés sur la BCE et ils n'ont pas été convaincus : baisse historique des marchés actions, écartement des *spreads* de crédit des pays périphériques de la zone euro, des indices de crédit (notamment *high yield* et subordonnées financières). Des marchés perplexes et dépités.

La BCE a déçu par ses actions. En ne réduisant pas son taux de dépôt de 10 points de base (comme cela était anticipé par les marchés) et en se concentrant sur les mesures non conventionnelles, la BCE a déçu. Le « package » se compose de LTRO supplémentaires, de TLTRO III assorties de conditions plus favorables et d'achats nets supplémentaires d'actifs (120 milliards d'euros jusqu'à la fin de l'année) avec une forte composante d'achats de titres du secteur privé. La BCE semble avoir voulu se parer des vertus du pragmatisme : compte tenu de la nature de la crise (désormais un choc de demande interne) une baisse des taux de 10 points de base (voire plus) ne constitue pas nécessairement une mesure efficace. Mais, le volet non conventionnel, bien que paraissant plus ciblé et mieux adapté, n'a pas convaincu (la contrainte technique aux achats mensuels n'est notamment pas levée).

La BCE a déçu par son langage : insistant à juste titre sur le volet budgétaire mais signalant, sans délicatesse, que la vocation de la BCE n'est pas de calmer les *spreads* (ce qui est un rappel légitime en temps normal), la présidente de la BCE s'éloigne du célèbre « *whatever it takes* » de juillet 2012, bien plus efficace qu'une baisse de taux pour lutter contre la fragmentation de la zone euro.

Qu'avons-nous appris de 2008 ?

En théorie, si les hypothèses dominantes qui circulent sur une durée saisonnière de l'épidémie sont avérées, rien dans le choc actuel ne devrait ressembler à celui de 2008. Sa nature transitoire et surtout exogène devrait ancrer les anticipations des agents sur un mouvement en forme de V ou au pire de U de la croissance. Ce qui n'est pas produit et consommé aujourd'hui, le sera à la fin de l'épidémie. Les choses ne sont cependant pas si simples, y compris en maintenant l'hypothèse du caractère saisonnier de la contagion physique. Car la contagion économique est bien plus sournoise et conduit à une pathologie appelée hystérèse. L'hystérèse fait qu'un phénomène persiste, alors même que ses déterminants ont disparu. Le risque est donc que quelque chose de temporaire ne produise des effets bien plus

permanents. Cela ressemble beaucoup à notre passé récent, à la décennie perdue après la crise de 2008. Aujourd'hui encore, dans la zone euro, des économies n'ont pas retrouvé le niveau de produit et de revenu d'avant la crise et le chômage, initialement de court terme, s'est transformé en chômage structurel, et donc persistant à plus long terme.

Cette pandémie s'est d'abord manifestée comme un choc de demande alimenté par l'incertitude sur la nature du virus et de son potentiel de contagion. Ensuite, le choc d'offre de l'arrêt de certains sites de production chinois a suivi. Aujourd'hui, avec l'extension de la contagion et les importantes mesures de confinement adoptées dans plusieurs pays, domine de nouveau le choc de demande. La capacité de ces mesures de confinement à endiguer la contagion déterminera non seulement l'ampleur de l'impact sur la demande, mais aussi la matérialisation d'un nouveau choc d'offre, cette fois-ci, sur une échelle bien plus importante.

Pour éviter ce dernier choc il faut surtout limiter les conséquences des mesures de confinement et des modifications du comportement des agents économiques sur les capacités de production et l'emploi. Les mesures à adopter doivent donc répondre à trois principales logiques :

- ✓ Le soutien aux trésoreries des entreprises afin d'éviter que, comme en 2008 et 2012, des entreprises fondamentalement saines doivent arrêter leur activité pour des contraintes de liquidité. Il s'agit donc d'assurer la transition jusqu'au retour de la demande, en maintenant intactes les capacités d'offre.
- ✓ Le maintien des travailleurs dans l'emploi afin d'en préserver les revenus et les compétences. Le maintien des revenus permettra aux entreprises de retrouver rapidement une demande, lorsque la mobilité des personnes sera correctement rétablie et les comportements de précaution disparus. Le maintien des compétences permettra aux entreprises de retrouver du personnel qualifié qu'une chute dans une situation de chômage pourrait éloigner définitivement du marché de l'emploi par la déqualification et le découragement.
- ✓ Permettre aux États de venir en aide, avec des mesures plus importantes, aux secteurs les plus affectés, sans se heurter aux règles européennes de la concurrence.

Trois acteurs dans l'économie jouent un rôle assurantiel ultime : l'État, la Banque centrale et le secteur bancaire.

Les États commencent à se mobiliser en suivant le modèle italien par des politiques de soutien des revenus des personnes, de sauvegarde de l'emploi, de soutien aux entreprises et aux secteurs les plus affectés par la suspension des versements d'impôts et de cotisations, ainsi que par la fourniture de garanties d'État, afin d'assurer le maintien du financement bancaire.

Mais le maintien du financement bancaire, bien que facilité par les garanties d'État, requiert une action coordonnée de la BCE et de la Commission européenne. En effet, le secteur bancaire qui sera vraisemblablement engagé à concéder des moratoires sur les prêts, nécessiterait un allongement temporaire de la période de *forebearance* pour la classification en défaut des prêts.

La logique paraît donc être celle de la coordination des actions entre pays. Au niveau européen, cette coordination est garantie par la flexibilité inscrite dans le Pacte de stabilité et de croissance qui permet de s'écarter temporairement des critères en circonstances exceptionnelles. Mais coordination n'est pas action commune. Coordination signifie : faite ce que vous voulez et ce que vous pouvez dans une direction commune. L'ampleur de l'effort fourni par les États sera forcément fonction de la gravité du choc, mais aussi de leur capacité à pouvoir charger les finances publiques d'un effort de dépense supplémentaire, dans un contexte de détérioration de la conjoncture qui conduit déjà automatiquement à une dégradation des soldes publics. Si 2008 nous sert de modèle, on s'aperçoit rapidement de l'écart de l'ampleur de la réponse entre les pays fortement endettés et les autres. La rapidité et l'ampleur de la reprise *post*-crise a fortement dépendu de ces réponses différenciées. On se rappelle aussi de la sanction immédiate des marchés pour les pays dont la dégradation des comptes a été la plus importante.

Les marchés savent et discriminent. Une action commune éviterait cette discrimination et le risque de générer de nouveau des équilibres multiples. Pour l'instant l'action commune, entendue comme action mutualisée menée par les autorités européennes, est très limitée. La décision de ne pas se doter d'un budget commun pour la zone euro, à utiliser comme outil contra-cyclique pour répondre à ce type de choc, se révèle aujourd'hui particulièrement inappropriée.

La seule autorité fédérale disposant une véritable capacité d'agir et d'endiguer la discrimination est la BCE. En dépit des mesures annoncées, le discours de la Banque centrale a été celui de reporter une fois de plus la responsabilité de l'action sur les gouvernements. En temps normal, cela a du sens, en temps de crise beaucoup moins. La coordination dont ont fait preuve les autorités budgétaires et monétaires britanniques devrait offrir un exemple clairvoyant pour la zone euro. Les propos du gouverneur sortant de la Banque d'Angleterre, M. Carney, méritent d'être soulignées : « il n'y a pas de raison que ce choc se transforme en l'expérience de 2008 d'une décennie perdue. Il est donc fondamental que nous tous travaillions ensemble, avec le secteur privé financier, afin de s'assurer que quelque chose de temporaire ne produise des effets de long terme. »

La réunion de l'Eurogroupe du 16 mars pourra nous surprendre, espérons-le, en bien cette-fois.

Zone euro

☞ France : les premières mesures de soutien annoncées pour contrer l'épidémie de Covid-19

Alors que l'épidémie Covid-19 se propage à une vitesse croissante en Europe, les États réagissent tour à tour par des mesures visant à limiter la propagation du virus et son impact sur l'économie. En France, le président de la République a annoncé une série de mesures sanitaires, avec en premier lieu la fermeture des établissements scolaires, de la crèche à l'université. Il est également demandé aux personnes les plus vulnérables face à la maladie (personnes âgées notamment) de rester chez elles. Les étudiants en médecine et les médecins jeunes retraités seront également mobilisés, afin d'augmenter la capacité du système de santé.

Sur le plan économique, le président a confirmé vouloir limiter l'impact sur la croissance et les entreprises, en permettant à l'activité de continuer dans la mesure du possible. Appelant au télétravail, il a également signalé que les transports en commun resteraient ouverts. En outre, un accent a été mis sur la préservation des emplois dans les entreprises. Il a répété les annonces effectuées plus tôt dans la semaine par Bruno Le Maire, ministre de l'Économie, en insistant sur la possibilité pour les entreprises d'avoir recours au chômage partiel qui permet aux salariés d'être payés 70% du salaire brut. Ce mécanisme avait été largement utilisé en Allemagne lors de la crise de 2008 et avait permis aux salariés de garder un pied dans leur entreprise et un salaire, même lors de périodes de cessation de l'activité. Muriel Pénicaud, ministre du Travail, précise d'ailleurs que 5 117 entreprises ont déjà effectué les démarches pour bénéficier de ce dispositif pour 80 000 salariés, le coût pour l'État serait alors de 242 millions d'euros. Bruno Le Maire a d'ailleurs indiqué que l'État indemniserait à 100% aux entreprises le chômage partiel (soit nettement au-delà du SMIC qui est le niveau actuel d'indemnisation). D'autres mesures avaient été annoncées plus tôt dans la semaine, comme la hausse des garanties bancaires de BPI France de 40% à 90%, ainsi qu'un élargissement de ces garanties aux ETI. Les entreprises le souhaitant pourront également reporter le paiement de leurs cotisations sociales et de leurs impôts pour le mois de mars. Pour les entreprises les plus touchées et menacées de disparition, des dégrèvements d'impôts sont également envisagés. Un fonds de solidarité sera également créé pour aider les PME ayant des problèmes de trésorerie. L'État a également appelé les banques à faciliter le rééchelonnement des crédits bancaires, avec la Banque de France en tant que médiateur.

Au total, l'ensemble des mesures prises pour faire face à l'épidémie de Covid-19 coûteront « des dizaines de milliards d'euros à l'État » selon le ministre de l'Économie.

Au-delà du gouvernement, les consommateurs adaptent également leurs comportements face à l'épidémie. Alors que les médias ont largement mentionné les comportements de stockage et les achats de précaution de denrées alimentaires et de produits d'hygiène, l'Ifop rapporte également dans un sondage que les comportements sociaux des Français sont modifiés par le virus. Ainsi, 25% des Français ont déjà renoncé à au moins une sortie dans un bar/dans une boîte de nuit et plus de 10% à aller au restaurant. Au total, 46% des Français envisagent de limiter leurs déplacements ou leurs loisirs face au virus. L'impact économique sera donc considérable et affectera principalement les secteurs de l'hébergement, de la restauration, des services de transport, du tourisme et plus largement les activités de loisirs. Les ventes de biens fabriqués pourraient, quant à elles, être différées dans le temps, tandis que certaines dépenses incompressibles (biens alimentaires, produits d'hygiène et de santé) pourraient progresser dans un premier temps avec les comportements de stockage et de précaution.

☑ **Notre opinion –** *En plus de pénaliser les exportations et importations françaises comme c'était le cas lorsque l'épidémie était majoritairement circonscrite à la Chine, le Covid-19 crée un choc de demande au niveau domestique. Les baisses de la consommation et de l'activité auront ainsi des impacts considérables sur l'économie française et particulièrement prononcés sur certains secteurs, alors même que la consommation aurait dû être le moteur de la croissance cette année.*

Les mesures annoncées pendant la semaine visent à réduire la propagation de l'épidémie, tout en soutenant l'activité économique. En particulier, en facilitant le recours au chômage partiel en le remboursant à 100% aux entreprises, le gouvernement cherche à rassurer les entreprises, mais également les salariés et ainsi à limiter les impacts négatifs que la crainte du chômage peut avoir sur la consommation. En outre, le dynamisme du marché de l'emploi, depuis le début du quinquennat, est pour l'instant un des principaux motifs de satisfaction du gouvernement qui tient surement à préserver ce bilan.

Mentionner que l'épidémie coûtera « des dizaines de milliards d'euros » sans pour autant annoncer de montant précis (montant qui dépendra de toute façon de la durée de l'épidémie) montre aussi la détermination du gouvernement à lutter contre l'épidémie « quoi qu'il en coûte » (est-ce une référence au « whatever it takes *» de Mario Draghi qui avait permis de rassurer les marchés financiers en 2012 ?) et à soutenir les entreprises et les consommateurs. Les objectifs budgétaires sont ainsi mis de côté et le chef de l'État a également appelé à une réaction coordonnée au niveau européen, notamment dans une seconde phase de relance de l'économie.*

☞ BCE : les mots plus lourds que les actions

La BCE a annoncé des mesures courageuses :

- ✓ Des opérations temporaires supplémentaires de refinancement à plus long terme (LTRO) menées à travers une procédure d'appel d'offres à taux fixe, égal au taux de dépôt. Ces opérations fourniront de la liquidité à des conditions favorables jusqu'à aux TLTRO III, en juin 2020 ;
- ✓ Pendant la période allant de juin 2020 à juin 2021, le taux d'intérêt appliqué aux TLTRO sera abaissé jusqu'à 25 points de base au-dessous du taux de refinancement et pour les contreparties qui maintiendront leur niveau de fourniture de crédits (le benchmark pour juger de la performance en termes de croissance du prêt étant baissée de 2,5% à 0%), le taux pouvant être jusqu'à 25 points de base inférieur au taux de dépôt ;
- ✓ De plus, le montant total maximum que les contreparties pourront désormais emprunter lors des TLTRO III est porté de 30% à 50 % de leur encours de prêts éligibles au 28 février 2019 ;
- ✓ Des mesures d'assouplissement des garanties sont aussi en cours d'étude par la BCE ;
- ✓ Une enveloppe temporaire de 120 milliards d'euros est destinée à des achats nets d'actifs supplémentaires d'ici la fin de l'année pour assurer une forte contribution des programmes d'achats de titres du secteur privé, mais aussi publics. Cela pourrait ramener les rachats mensuels de 20 à 33 Mds € pendant neuf mois, mais ils peuvent être utilisés de façon plus concentrée.

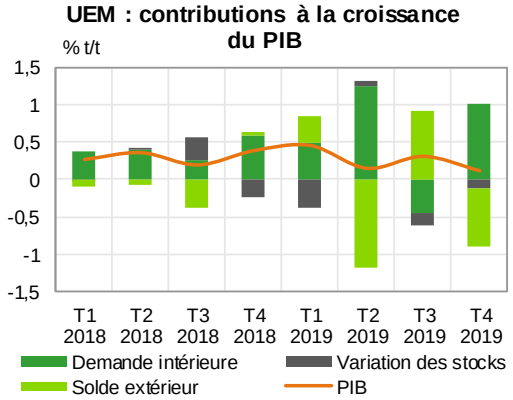
Malheureusement rien n'est annoncé sur une éventuelle levée de la limite par émission et les marchés l'ont remarqué.

☑ **Notre opinion –** *M. Draghi avait vivement œuvré pendant son mandat pour ôter toute ambiguïté sur son engagement à éviter que la zone euro puisse sauter d'un bon à un mauvais équilibre par le biais de prophéties auto-réalisatrices dépassant les fondamentaux économiques. Il avait aussi œuvré pour éviter que la fragmentation financière n'entrave le laborieux processus de convergence entre les économies des pays membres, notamment après les impacts asymétriques des différentes phases de la crise.*

Aujourd'hui, dans un contexte d'affaiblissement des fondamentaux économiques par la crise du Covid-19, la BCE a le devoir de clarifier la phrase de Mme Lagarde (la BCE n'était pas là pour réduire les primes de risque). Est-ce une déclaration imprudente ayant rendu vain l'impact positif des mesures annoncées ou reflète-t-elle une nouvelle orientation de la BCE ? Cet effort de communication doit être prioritaire, puisque la crédibilité et la confiance sont le premier actif d'une Banque centrale et son rôle de prêteur en dernier ressort est bien le filet de sécurité ultime permettant d'éviter le saut brutal d'un équilibre économique et financier à un autre, du fait de la modification des anticipations.

☞ Zone euro : le PIB du T4 est déjà annonciateur d'un retournement conjoncturel imminent

La croissance du PIB en zone euro atteint +0,1% en variation trimestrielle au T4 2019, après +0,5% au T1, +0,2% au T2 et +0,3% au T3. Ce ralentissement de l'activité est le fruit d'une détérioration de la demande extérieure qui n'a pu être que partiellement compensée par l'essor de la demande domestique. Au sein de cette dernière, la bonne surprise provient de l'investissement qui rebondit fortement au T4 (+4,2% sur le trimestre), après un recul significatif au T3 (-3,8%), tandis que la consommation privée et les dépenses publiques ralentissent à +0,1% en fin d'année, après une croissance respective de +0,5% et +0,6% au trimestre précédent. Les exportations ont augmenté de 0,4% au T4, tandis que les importations ont progressé plus rapidement au rythme de 2,2%, générant une contribution négative des échanges extérieurs à la croissance de 0,8 point de PIB. Également, les variations de stocks viennent amputer la croissance de 0,1 point de PIB au dernier trimestre. Toutefois, si ce tassement de l'activité résulte en grande partie de la demande extérieure, les composantes de la demande intérieure se révèlent néanmoins vulnérables. Le rebond de l'investissement ne provient, en effet, ni de l'investissement productif, ni de l'investissement en construction. Il résulte de l'investissement au titre de la propriété intellectuelle qui a été particulièrement volatil sur les deux derniers trimestres. La consommation privée enregistre sa plus faible performance de l'année, tout comme les dépenses de consommation. Dans les grands pays de la zone euro, la croissance du dernier trimestre a partout été décevante à l'exception de l'Espagne (+0,5%). L'Allemagne termine l'année avec une croissance trimestrielle à l'arrêt. La France, portée par une dynamique plus favorable tout au long de l'année enregistre néanmoins un recul du PIB de 0,1% et l'Italie davantage fragilisée accuse une baisse de la croissance de 0,3%.



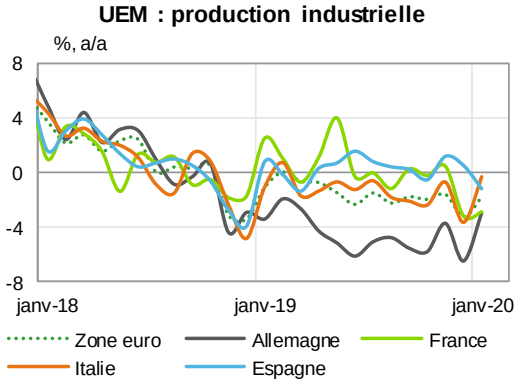
Sources : Datastream, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *La croissance du PIB en zone euro semble affaiblie au regard de ses composantes domestiques et de la demande extérieure qui a fortement pesé à la baisse, retirant 0,8 point de PIB au T4. La croissance de la zone euro en 2019 s'établit à 1,2% en moyenne annuelle, contre 1,9% en 2018. L'ensemble des grands pays de la zone euro est affecté par ce retournement conjoncturel à l'exception de l'Espagne. La demande intérieure, pilier de la croissance ces dernières années, risque d'être encore davantage malmenée en 2020 par le repli simultané de l'activité mondiale, en raison de la pandémie du Covid-19.*

☞ Zone euro : dernier sursaut de la production industrielle avant le grand saut vers l'inconnu

La production industrielle en zone euro a augmenté de 2,3% sur un mois en janvier, après un recul de 1,9% en décembre. Ce sursaut a été guidé par la production en biens intermédiaires (+3,2% sur le mois) et en biens d'investissement (+2,6%), tandis que celle en biens de consommation n'a progressé que modérément (+0,9%). La production d'énergie a en revanche reculé de 1,9%. Après une baisse quasi généralisée de la production industrielle dans les grands pays de la zone au mois de décembre, la tendance s'est inversée en janvier avec un rebond constaté en Allemagne (+2,7% sur le mois), en France (+1,2%), en Italie (+3,7%) et dans une moindre mesure en Espagne (+0,1%). L'acquis de croissance en zone euro pour le T1 s'établit à +0,8%, après une baisse effective de la production industrielle de 1,2% au T4.

En rythme annuel, la production industrielle demeure néanmoins en recul dans la zone (-1,8%), même si ce rebond de janvier offre un répit à de nombreux secteurs sous tension. La ventilation par secteur permet de distinguer que les industries alimentaire et pharmaceutique demeurent en expansion, tandis que les secteurs de l'automobile et de la métallurgie restent profondément en crise en ce début d'année.



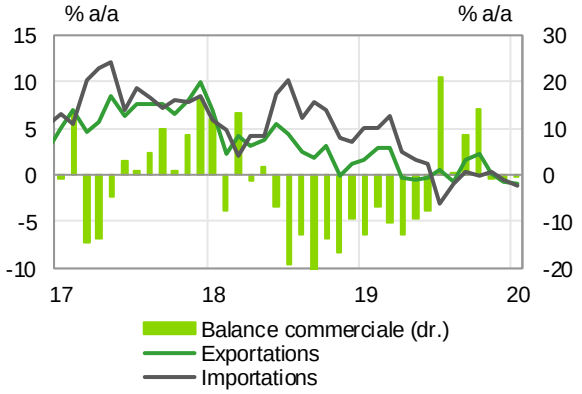
Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *Ce sursaut de la production industrielle ne signifie pas un retour à la normale de la demande en biens industriels. Les chocs de demande et d'offre attendus dans les prochains mois en raison de l'épidémie de coronavirus pèseront vraisemblablement très significativement sur la plupart des secteurs. Les industries alimentaire et pharmaceutique seront vraisemblablement plus épargnées, en raison de leur nécessité dans ce contexte de confinement généralisé.*

☞ Allemagne : la balance commerciale s'enlise dès le mois de janvier

Les exportations allemandes sont restées stables en janvier, tandis que les importations ont augmenté de 0,5% sur le mois, réduisant ainsi le solde de la balance commerciale de 2,4% (13,8 Mds €, après 15,2 Mds € en décembre). En rythme annuel, les exportations reculent de 1% et les importations de 1,1%. La ventilation par grandes zones géographiques indique que les exportations à destination des pays de la zone euro ont reculé de 1,8% sur un an, tandis que celles à destination des pays tiers ont diminué de 2,1%. Du côté des importations, ce sont celles en provenance des pays hors zone euro qui ont surtout augmenté (3,9%), tandis que celles provenant de la zone euro ont massivement chuté (de 5,4%) et celles des pays tiers n'ont reculé que modestement (de 1,2%). Les exportations à destination de la Chine (le deuxième partenaire commercial du pays derrière les États-Unis) accusent une baisse de 6,5% en rythme annuel en janvier, tandis que les importations en provenance de celui-ci n'ont que légèrement diminué de 0,5%), ce qui devrait creuser davantage le déficit commercial du pays avec la Chine.

Allemagne : balance commerciale



Sources : DB, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *Le solde commercial de janvier est plus faible que celui de décembre en raison d'une demande extérieure atone. En dépit d'une récente amélioration des indicateurs d'exportation issus des enquêtes PMI et Ifo, nous pensons que la contribution des exportations nettes à la croissance pèsera significativement sur le PIB du T1 et T2, en raison de l'effondrement de l'activité mondiale engendrée par l'épidémie virale.*

☞ Italie : de bon droit et dans l'intérêt commun

Cette semaine a marqué un véritable tournant dans l'intensité des mesures de confinement et de soutien à l'économie.

Depuis le 9 mars, sur l'ensemble du territoire italien s'appliquent les mesures suivantes :

- ✓ Éviter toute entrée, sortie et déplacements, sauf pour exigences de travail ou de santé ;
- ✓ Confinement au domicile pour toutes les personnes positives au test ;
- ✓ Auto-confinement pour les sujets symptomatiques ;
- ✓ Suspension des événements sportifs sauf entraînements des athlètes professionnels ou des équipes nationales à huis-clos;
- ✓ Suspension des manifestations publiques et privées (culturelles, sportives, religieuses) ;
- ✓ Suspension des cérémonies religieuses ;
- ✓ Fermeture des écoles de tous niveaux ;
- ✓ Fermeture des musées ;
- ✓ Fermeture des stations de ski ;
- ✓ Fermeture des centres sportifs, piscines, thermes, centres culturels ;
- ✓ Suspension des concours publics ;
- ✓ Fermeture des bars et restaurants ;
- ✓ Les entreprises doivent promouvoir le télétravail et les congés ;
- ✓ Fermeture de tous les commerces sauf alimentaires, pharmacies, tabacs, journaux, banques, distributeurs d'essence, mécaniciens.

Une nouvelle estimation de l'impact sur la croissance se fonde sur les hypothèses suivantes :

- ✓ Pendant un mois, baisse de 100% de l'activité dans la restauration, l'hébergement, les loisirs et de 30% de l'activité dans le commerce et les transports ;
- ✓ Ensuite, pendant deux mois, baisse de 50% de l'activité dans la restauration, l'hébergement, les loisirs et de 10% dans le commerce et les transports.

Si la baisse escomptée de l'activité dans le commerce peut paraître ténue au regard de la fermeture presque totale des commerces, il faut savoir que les deux tiers de l'activité des commerces concerne des dépenses incompressibles des ménages (alimentation, logement, santé, communications). Ces dernières pourraient augmenter par effet du confinement, du fait de la substitution des dépenses de restauration par des dépenses en biens alimentaires.

L'impact négatif sur la croissance du PIB qui en résulte est de 2 points. Cet impact est atténué par

des mesures supplémentaires de soutien à l'économie.

- ✓ Mesures exceptionnelles de dépense et d'embauche dans le secteur de la santé publique ;
- ✓ Fonds d'intégration salariale pour les micro-entreprises, les indépendants et les saisonniers ;
- ✓ Renforcement du chômage partiel « ordinaire » (jusqu'à 24 mois) et extension des dispositifs de chômage partiel « en dérogation » pour les services ;
- ✓ Congé parental de douze jours avec 30% du maintien du salaire pour les hauts revenus ou 80% pour les revenus plus faibles ;
- ✓ En alternative, coupon de 600 € par mois ;
- ✓ Baisse temporaire des cotisations retraite ;
- ✓ Garantie publique partielle sur moratoire pour les prêts d'entreprise ;
- ✓ Moratoire généralisé du paiement des prêts pour les personnes dont les revenus sont inférieurs à 30 000 € ;
- ✓ Suspension de prêt pour les travailleurs en chômage partiel ;
- ✓ Suspension pendant dix-huit mois du paiement des mensualités des prêts résidentiels pour les travailleurs dont l'activité a été suspendue ou réduite pour au moins trente jours.

Le gouvernement a demandé au Parlement une autorisation de dévier de l'objectif de déficit voté avec la Loi de finances pour 2020. La déviation concerne 25 Mds €, mais seulement 12 Mds € seront immédiatement alloués par décret à des mesures effectives. Le restant reste à disposition du gouvernement pour d'éventuelles mesures additionnelles ou pour financer une action commune européenne qui pourrait être décidée lors de l'Eurogroupe du16 mars.

Finalement, l'impact des mesures de confinement et de soutien sur la croissance se monte à -1,8 point, ce qui nous conduit à réviser à la baisse nos prévisions de croissance pour 2020 à -1,6%.

L'ensemble des mesures de soutien alourdissent le déficit de 0,7 point de PIB en 2020, ce qui implique une déviation par rapport à l'objectif de déficit (2,2%) prévu par la Loi de finances pour 2020 et accordé par les autorités européennes.

En 2019, le déficit attendu à 2,2% n'a été que de 1,6% du PIB, ce qui fournit un bien meilleur point de départ pour le déficit en 2020. Cela est dû à une augmentation plus importante que prévu des recettes des impôts directs et des cotisations sociales (créations d'emplois).

La détérioration attendue du cycle devrait impacter automatiquement le déficit pour 1 point de PIB et donc le faire monter à 2,6%.

La dégradation structurelle du déficit, initialement prévue et accordée de 0,1 point de PIB se monterait donc à 0,8 point avec les mesures annoncées. Il est donc possible que le déficit en 2020 atteigne 3,3%.

La dégradation supplémentaire du solde structurel de 0,7 point est une déviation temporaire dictée par des mesures inattendues de caractère urgent et extraordinaire, liées à un choc généré par un événement hors du contrôle du pays.

Cette déviation est autorisée par le Pacte de stabilité et de croissance qui permet d'exclure ces mesures du calcul du déficit structurel assujetti aux critères de convergence vers l'objectif de moyen terme d'un solde équilibré.

☑ **Notre opinion –** *« Nous sommes tous des Italiens » disait Ursula von der Leyen il y a peu. «* Parole, parole, parole *» ont entendu les Italiens. Le risque d'une discrimination des marchés envers les pays les plus touchés par l'épidémie ou dont les finances publiques seront plus fragilisées par les mesures de confinement et de soutien est bien réel et l'Italie en fait déjà les frais. Le sentiment d'abandon de la part de l'Europe est bien palpable cette semaine dans les opinions et dans la presse de tout bord. La phrase de C. Lagarde sur le fait que « la BCE n'était pas là pour réduire les primes de risque » a provoqué un tollé sur les marchés et dans le pays au point que le président de la République, d'habitude réservé et respectueux des périmètres institutionnels, est intervenu. Il a affirmé que l'Italie de bon droit et dans l'intérêt commun attend de l'Europe de la solidarité et non pas une entrave à ses actions menées pour limiter les dégâts de ce choc exogène sur l'économie. À l'heure où nous écrivons, l'Europe qui protège, tant évoquée lors des dernières élections européennes, est absente. On lève certes temporairement les contraintes du Pacte de stabilité, mais après, chacun gère le risque accru porté à son bilan, seul, face aux investisseurs. Dangereuse vision de la solidarité dans des temps habités par les démons de l'europhobie…*

☞ Italie: impact du coronavirus

L'impact du coronavirus sur les entreprises serait très significatif d'auprès une enquête menée par la Confédération générale de l'industrie italienne (Confindustria). Le 6 mars, sur un échantillon de 3171 entreprises, 65% des entreprises sondées ont perçu un impact sur leurs activités. Le chiffre monte jusqu'à 70% pour les entreprises de la Lombardie et de la Vénétie. Les activités de la restauration et de l'hébergement (à la hauteur de 99%) et des transports auraient été les plus affectées, mais l'impact dans l'industrie est très significatif aussi (60%), notamment dans le secteur de l'habillement,

de la fabrication de cuir, de l'électronique et de la chimie.

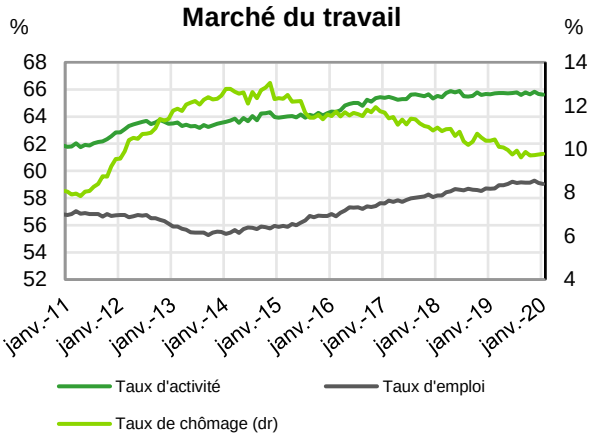
L'impact du virus s'est déjà manifesté sur la facturation des entreprises, selon 27% des sondés. Les effets négatifs seraient gérables, selon 25% des entreprises, mais 27% d'entre elles signalent des impacts significatifs, qui demanderaient, soit une révision des objectifs annuels, soit une restructuration de la société. En ce qui concerne les chaînes d'approvisionnement, 35% des entreprises n'ont pas enregistré de conséquences, tandis que 30% signalent des impacts gérables et 14,2% des impacts significatifs (annulation des commandes où impact négatif sur les résultats de l'année en cours).

☑ **Notre opinion –** *Dans le cadre d'un ralentissement de l'activité industrielle en Italie, où les commandes et la production industrielle commençaient à se redresser en janvier et février, l'arrivée du coronavirus entraînera un nouveau recul de la valeur ajoutée du secteur. Les premiers impacts seront observés dans le secteur de services, surtout dans le commerce de détail, l'hébergement et la restauration. Mais les mesures de confinement impacteront la facturation des entreprises industrielles et les chaînes d'approvisionnement, comme le révélait déjà le 6 mars, l'enquête de Confindustria. En prenant compte les mesures prises jusqu'au 12 mars, nous avons révisé nos prévisions de croissance à -1,6% en moyenne sur l'année 2020, avec un impact concentré sur le deuxième trimestre de l'année.*

☞ Italie : l'emploi progresse en 2019

L'emploi a progressé de 0,9% (+207 000 postes) en 2019, synthèse d'une augmentation de l'emploi salarié à contrat indéterminé (+1,2%) et temporaire (+1,7%), tandis que l'emploi indépendant (17,2% de l'emploi total) a reculé de 0,5%. Le taux d'emploi s'affiche à 59,2%, en progression de 0,7% par rapport à 2018.

Au niveau régional, le taux d'emploi dans le nord du pays (68,1%, +0,5% sur un an) et dans le centre (63,5%, +0,3%) s'est révélé moins dynamique que dans le sud du pays, où l'indicateur a progressé de 0,9% pour s'établir à 45,1%. L'emploi chez les femmes reste significativement moins important que chez les hommes dans toutes les régions et l'évolution sur un an s'est montrée plus dynamique seulement dans le nord (0,7%, contre 0,3% chez les hommes). En ce qui concerne le taux de chômage, il s'affiche à 9,7% au T4 (-0,9% sur un an) pour l'ensemble du pays. Les disparités régionales (toujours très significatives) se sont réduites légèrement en 2019 : le chômage a reculé de 1,1% dans le sud (pour s'établir à 17,4%) et dans le centre (8,6%), tandis dans le nord la variation a été plus contenue (-0,7% sur un an, 6,2%).



Source : Istat, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *L'emploi a résisté le ralentissement économique en 2019 et a même progressé en termes d'augmentation des effectifs et de réduction du nombre des chômeurs. Au niveau sectoriel, les entreprises de l'industrie ont vu augmenter leurs effectifs de 0,7% sur un an (2,9% pour le secteur de la construction) et ceux des services de 2%. Ces données confirment le ralentissement du secteur industriel en Italie. Les progressions les plus significatives ont été observées dans le secteur des services, notamment dans l'hébergement et la restauration (+3,9% sur un an), dans le commerce (1,9%) et dans les transports (1,9%). Le nombre d'heures travaillées s'est réduit de 0,4% pour les entreprises industrielles (+0,6% dans la construction), tandis qu'elles augmentent dans les services (+1,7%). L'intensification du secteur des services comme moteur de l'emploi italien se reflète aussi dans les postes vacants. En effet, les entreprises signalent un recul des postes vacants dans l'industrie sur un an (-0,1%), tandis que dans le secteur des services, la variation a été nulle.*

Royaume-Uni

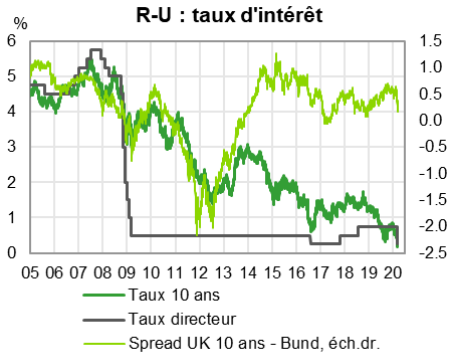
☞ Royaume-Uni : réponse coordonnée, ciblée et musclée de la BoE et du gouvernement pour limiter l'impact du coronavirus

La Banque centrale d'Angleterre (BoE) a annoncé un ensemble de mesures généreuses en réponse à la pandémie de coronavirus lors d'une réunion d'urgence le 11 mars dernier. Ces mesures font partie d'une réponse coordonnée avec le gouvernement qui a annoncé, le même jour, un plan de 12 Mds £ pour soutenir les services publics, les ménages et les entreprises pendant la période de stress économique. Les autorités britanniques sont unanimes : le coronavirus pourrait avoir un impact brusque et important, mais qui devrait être temporaire aussi bien sur la demande, que sur les capacités productives.

D'abord, les annonces de la BoE. Une semaine après la baisse surprise du taux des *Fed funds* par la Réserve fédérale, le Comité de politique monétaire (MPC) de la BoE a voté à l'unanimité une baisse de même ampleur de son taux directeur, soit 50 points de base à 0,25%, ce qui le ramène au niveau d'août 2016 après le référendum sur le *Brexit*. Le MPC a gardé inchangé son programme d'achats d'actifs à 435 Mds £ pour le stock de titres d'État et à 10 Mds £ pour le stock de titres d'entreprises, mais a voté, à l'unanimité, le lancement d'une nouvelle facilité de financement à long terme (« *Term Funding Scheme* ») avec des mesures de soutien aux petites et moyennes entreprises (TFSME). Les banques pourront se financer pendant les douze prochains mois à un taux proche ou égal au taux directeur de la BoE pour une période de quatre ans et pour un montant équivalent à au moins 5% de leur stock de crédit existant à l'économie réelle. Du financement supplémentaire sera disponible pour les banques qui augmentent leur crédit, en particulier aux PME, et une pénalité pour les banques qui réduisent leur stock de crédit. Selon la BoE, ce programme est susceptible d'apporter un financement de plus de 100 Mds £ pour des prêts à l'économie réelle.

Côté mesures macro-prudentielles, la BoE a baissé le taux de coussin de fonds propres contra-cyclique (CCYB) à 0% (depuis 1%). Celui-ci devait être augmenté à 2% d'ici décembre. La BoE compte le maintenir à ce niveau-là pendant au moins les douze prochains mois. Cette mesure devrait permettre d'augmenter le crédit aux entreprises de 190 Mds £, soit l'équivalent de treize fois le crédit net aux entreprises en 2019.

La BoE a indiqué ne pas avoir fait de nouvelles prévisions de croissance et donc d'impact chiffré du coronavirus, mais que les informations fournies par ses contacts d'entreprises montrent clairement la direction de l'impact, avec des distorsions des chaînes d'approvisionnement dans le secteur manufacturier et une forte baisse du commerce, notamment dans les ventes au détail.



Source : Thomson Reuters, Crédit Agricole S.A.

Vient ensuite le programme du gouvernement que le nouveau Chancelier de l'échiquier, Rishi Sunak, a présenté à la Chambre des communes à l'occasion du budget 2020. Les mesures phares incluent :

- ✓ Un fonds de 5 Mds £ pour le service de santé (NHS) et les autres services publics pour leur permettre de répondre à l'épidémie tout au long de sa propagation ;
- ✓ La prise en charge totale des indemnités de maladie (*Statutory Sick Pay*) pour les entreprises jusqu'à 250 employés et ce pour une durée de quatorze jours par employé ;
- ✓ Une aide financière directe de 3 000 £ pour environ 700 000 petites entreprises qui s'élève à un total de 2,2 Mds £ ;
- ✓ Des dispenses d'impôts locaux pour les entreprises ;
- ✓ Des prêts bancaires pour soutenir les PME pouvant aller jusqu'à 1 Md £ ;
- ✓ Un régime de subventions pour les petites entreprises.

Les nouvelles prévisions économiques et budgétaires de l'*Office for budget responsibility* ne prennent pas en compte l'impact du coronavirus et les mesures prises par le gouvernement. L'OBR note qu'il y a clairement des risques baissiers autour de ses prévisions, mais que leur ampleur est « très incertaine » et que l'impact économique devrait être temporaire. Les nouvelles prévisions sont les suivantes :

- ✓ Une croissance de 1,1% en 2020 (en baisse depuis 1,4% prévu en mars 2019) sur fond de prévisions plus faibles sur la consommation et l'investissement productif, suivie par une accélération à 1,8% en 2021 ;

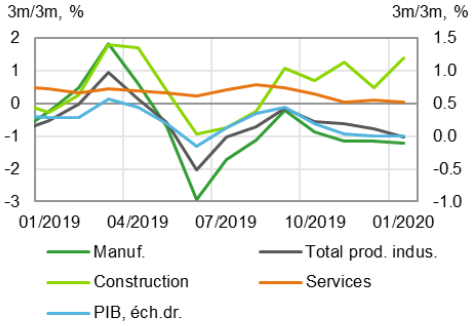
- ✓ Un taux de chômage stable à 3,8% en 2020 et 2021 et une croissance des salaires à 3,3% en 2020 et à 3,6% en 2021 ;
- ✓ Une inflation à 1,4% en 2020 et 2,1% en 2021 ;
- ✓ Le déficit budgétaire serait de 2,4% en 2020-2021 (après 2,1% en 2019/20) et 2,8% en 2021-2022 ;
- ✓ Une dette publique proche de 83% du PIB.

☑ **Notre opinion –** *Les mesures prises par la BoE et le gouvernement britannique pour répondre au choc du coronavirus sont significatives et constituent une réponse ciblée face à un choc d'une ampleur considérable, mais temporaire. Les mesures de la BoE privilégient le soutien du crédit à l'ensemble du secteur privé et tout particulièrement aux petites et moyennes entreprises qui sont le plus exposées à un choc de liquidité. Le TFSME et la baisse CCYB représentent un potentiel de près de 290 Mds £ de crédit aux entreprises, soit environ 13% du PIB. La BoE indique que l'ensemble de ses mesures devraient apporter un soutien à la croissance de plus de 1% du PIB. En termes de décisions à venir, la BoE suggère qu'elle envisage davantage de stimulus monétaire et signale qu'elle a de la marge de manœuvre dans tous ses outils de politique monétaire conventionnelle et non conventionnelle. Mark Carney, le gouverneur sortant de la BoE, et son successeur Andrew Bailey sont tous les deux de l'avis que la BoE « prendrait toutes les mesures nécessaires à venir pour soutenir l'économie et le système financier ». Selon Andrew Bailey, la BoE aurait utilisé seulement environ la moitié de sa marge de manœuvre en termes d'assouplissement. Nous anticipons donc une baisse de taux supplémentaire à 0,1% lors de la prochaine réunion de la BoE le 26 mars prochain, ainsi qu'une relance du programme d'achats d'actifs.*

☞ Royaume-Uni : absence d'effet Johnson dans les chiffres de janvier

Le PIB a été stable au mois de janvier. La production industrielle a baissé de 0,1%, tandis que les services n'ont progressé que de 0,1%. La construction s'est repliée de 0,8%. La baisse de la production industrielle s'explique par un net recul des dépenses de services aux ménages (électricité, gaz et eau) de 4,1% sur le mois. La production manufacturière a augmenté de 0,2%, après une hausse de 0,3% au mois de décembre. L'office des statistiques britannique a également publié les chiffres des échanges commerciaux pour le mois de janvier. Le déficit des échanges de marchandises s'est détérioré de 2,3 mds £, en raison d'une baisse de 5,6% des exportations sur le mois, alors que les importations ont augmenté de 0,7%. Les exportations vers l'UE se sont repliées de 3,7%, celles vers le reste du monde de 6,8%.

R-U : PIB et ses principaux secteurs



Source : ONS, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *La faiblesse de l'activité en janvier contraste avec le rebond significatif des enquêtes de confiance des entreprises et des ménages dans le sillage des élections de décembre. Les chiffres « durs » d'activité ne montrent donc pas d'effet élections. L'effet d'acquis pour le premier trimestre s'élève à 0,1%. Étant donné que l'épidémie du coronavirus n'était qu'à ses débuts en Europe au mois de janvier, la croissance britannique sera très probablement négative au premier trimestre.*

Europe centrale et orientale, Asie centrale

☞ Impact du choc pétrolier sur la zone

Les pays producteurs d'énergie (essentiellement Russie, Kazakhstan, Azerbaïdjan, Turkménistan et dans une moindre mesure Ouzbékistan) sont affectés à la fois par la baisse des prix du pétrole, par la baisse des prix des matières premières liée au choc Covid-19 et par la baisse des volumes globaux liée à la crise de la demande mondiale.

Des éléments de résilience plus forts qu'en 2015

Russie, Kazakhstan et Azerbaïdjan sont désormais sur des régimes de change plus ou moins flexibles, depuis la crise de 2015 (l'Azerbaïdjan est le moins flexible des trois), ce qui permet d'absorber en partie le choc externe et de limiter l'impact sur l'économie réelle. De fait, les devises de toute la zone devraient se déprécier, avec des conséquences, évidemment, sur les acteurs endettés en devises, sur l'inflation, les revenus, la croissance, les comptes externes et budgétaires. Par ailleurs, les devises de l'Azerbaïdjan et du Kazakhstan sont soumises à un double choc, à la fois par leur exposition au pétrole mais aussi au rouble.

Depuis la crise de 2015, tous les pays ont néanmoins mis en place des règles fiscales (Azerbaïdjan plus récemment) qui leur ont à la fois permis de reconstituer leurs fonds souverains et de baisser leur *break-even* pétrolier sur les budgets. Cela va limiter un peu le choc. La Russie est la plus avancée dans ce processus, avec un *break-even* à 42. D'une façon générale, la diversification de ces économies est également un peu plus forte qu'en 2015, ce qui atténue un peu la transmission du choc externe, même si la part des matières premières dans les exportations reste essentielle.

Des zones de vulnérabilités

En revanche, des zones de vulnérabilités persistent, différentes selon les pays, qui vont créer des effets amplificateurs du choc externe : faiblesse du système bancaire en Azerbaïdjan et dans une moindre mesure au Kazakhstan, niveau élevé de dollarisation des dépôts et prêts en Azerbaïdjan, déficits budgétaires et courants au Kazakhstan (le double déficit est un vrai point de fragilité de ce pays). D'une façon générale, les dettes publiques sont faibles, mais la dette des entreprises publiques (sphère quasi fiscale) est un point de risque et d'obscurité statistique.

De plus, les perspectives de croissance de ces pays (notamment Kazakhstan et Azerbaïdjan) dépendent d'investissements dans de nouveaux champs pétroliers et gaziers, que la baisse du prix du pétrole et l'excès d'offre global peut rendre non moins rentables. Ce sera un point à surveiller, d'autant que, pour le Kazakhstan, le financement de son déficit courant dépend de ces flux d'investissements directs.

Clairement, dans le bilan de la zone, la Russie apparaît plus diversifiée et plus apte que les deux autres pays pétroliers à résister au choc.

En ce qui concerne la part « tourisme » du choc Covid-19, les pays de la CEI sont peu impactés, le pourcentage de tourisme dans le PIB étant inférieur à 5%. En revanche, la Chine est un investisseur étranger de plus en plus important, notamment en Asie centrale et l'impact du Covid-19 sur la croissance à long terme des pays de la région sera sans doute négatif, en retardant le déploiement de la route de la soie chinoise. Quant à l'Ukraine, elle peut être affectée sur ses comptes externes par une baisse du prix de l'acier et des céréales, mais bénéficie de la chute du prix du pétrole.

Analyses pays

Russie : ce pays est toujours sensible à un choc pétrolier (les hydrocarbures représentent 20% du PIB, 46 % des recettes du budget fédéral et 64 % des exportations). Mais les marges de résistance au choc sont réelles, et plus importantes qu'en 2015, grâce à un change flexible, un *break-even* de 42 dollars, un double excédent fiscal et externe, et des réserves solides (470 Mds USD enregistrées comme réserves à la Banque centrale). Au final, si l'on prend par exemple un scénario de maintien du pétrole à un prix de l'ordre de 35 dollars par baril pendant six mois, suivi d'un rebond progressif sur la fin de l'année, le choc serait surtout concentré sur le change et la croissance, sans pour autant mener le pays à la récession. Le scénario de croissance s'orientera évidemment à la baisse, si la moyenne du prix du pétrole est plus faible.

Par ailleurs, la marge de manœuvre monétaire existe pour soutenir l'activité, car les taux réels sont élevés (faible inflation et politique monétaire orthodoxe des dernières années). Donc la Banque centrale peut baisser les taux si elle veut défendre sa devise. Quant à l'impact inflationniste de la dépréciation du rouble, il est certain mais sera plus limité qu'en 2015, car l'économie est plus diversifiée : l'inflation devrait donc dépasser l'objectif de la Banque centrale, mais rester dans des zones maîtrisables. Enfin, il est probable que le gouvernement utilise les réserves de son fonds souverain pour ne pas abandonner son programme d'investissement, qui est au cœur du programme du nouveau gouvernement. Cela limitera la baisse de l'investissement, qui est néanmoins inévitable.

L'impact de la crise sur le souverain russe devrait donc être en fait limité et la crise s'exprimera plutôt en termes conjoncturels. Elle peut aussi se traduire à terme en risque politique, à travers une nouvelle contraction des revenus de la classe moyenne et les effets

psychologiques toujours forts d'une forte dépréciation du rouble (effets sur l'épargne et la consommation).

Azerbaïdjan : **le choc peut avoir des effets à court terme, mais aussi à moyen terme, car la part des hydrocarbures dans les exportations est l'une des plus fortes de la zone (94% des exportations)**. À court terme, le pays est en pleine phase de consolidation à la fois de sa croissance et de son **secteur bancaire, et ce dernier reste donc encore très fragile**, avec un taux de créances douteuses (11%) et de dollarisation (61% des dépôts, 35% des crédits) qui l'exposent aux chocs externes. Cela peut renforcer les effets sur l'économie à court terme.

À moyen terme, la croissance du PIB, encore faible à 2,4% en 2019, est dépendante de la montée en puissance des exportations de gaz, mais le décalage à la baisse du prix du marché peut rendre moins productifs des investissements essentiels pour l'avenir du pays. En revanche, à plus court terme, les réserves très conséquentes du fonds souverain (à 90% du PIB), ainsi que les excédents budgétaires et externes, donnent une belle marge de résistance au pays. Quant au taux de change, il est officiellement flexible mais maintenu stable, de fait, par la Banque centrale depuis 2017, et cette dernière va sans doute devoir arbitrer entre laisser filer un peu la devise, ou utiliser ses réserves pour la défendre.

Au final, le risque sur ce pays est surtout une contraction de la croissance et de nouvelles difficultés dans le secteur bancaire en cas extrême de dépréciation excessive de la devise. Le risque souverain n'est pas immédiatement affecté à court terme, mais l'impact pourrait être négatif sur la croissance à moyen terme, en cas de révision à la baisse des investissements gaziers, qui affecterait alors le risque pays.

Kazakhstan : les atouts face à la crise sont le change flexible, une faible dette publique (18,7%), une croissance dynamique (4,5% en 2019), un fonds souverain dont les actifs représentent 44% du PIB et un taux d'inflation contenu (5,2%). Tout cela donne une marge de manœuvre à la politique économique, bien que le pays reste évidemment très sensible face à un choc pétrolier (les hydrocarbures représentent 60% des exportations et 40% des revenus budgétaires).

En revanche, le solde budgétaire est plus fragile, déjà en léger déficit (-0,4% en 2019) et avec un *break-even* sans doute situé entre 55 et 60 dollars. Les comptes extérieurs sont également un point de fragilité, avec un déficit courant de l'ordre de 3% en 2019. Celui-ci va s'accroître, à la fois sous l'effet pétrole (prix et volume), mais aussi à cause du rapatriement probable des bénéfices des investisseurs étrangers (mécanique récurrente à chaque accident pétrolier global). De plus, ce déficit courant est largement financé par des investissements directs étrangers, et la raréfaction de ces derniers peut impacter le financement du solde courant, et par là, le risque souverain. Enfin, le point fragile du Kazakhstan reste son secteur bancaire, avec un taux de créances douteuses qui était encore de 8% fin 2019.

Au final, l'impact de la crise peut se traduire par une dépréciation du change, une moindre croissance, un peu plus d'inflation et une augmentation des déficits budgétaires et fiscaux. À court terme, le risque souverain est limité par le fonds souverain, mais une inflexion à la baisse de l'appréciation des agences est possible dans le cas très probable de l'augmentation des doubles déficits. De plus, une attention particulière doit être portée à la dette extérieure des entreprises publiques, dont la comptabilité reste assez opaque.

Ouzbékistan : ce pays est vulnérable face au choc du prix du pétrole, mais aussi, plus largement, au prix des matières premières, affecté par la baisse de la demande mondiale (**celles-ci représentent 75% des exportations ouzbèkes, constituées essentiellement de coton, or, cuivre, gaz et dans une moindre mesure de pétrole).** Le choc externe est également amplifié par le fait que les niveaux de PIB par habitant sont nettement plus faibles que dans le reste de la zone. Enfin, le niveau d'inflation est déjà assez élevé (15,6% en 2019 et cela limite la marge de manœuvre de la politique monétaire. De fait, une dépréciation de la devise (qui est sur un régime semi-flexible) risque de se traduire très vite par une poussée inflationniste et un appauvrissement de la population. Par ailleurs, le pays connaît déjà un déficit courant élevé (-6,4% en 2019) et une nouvelle dégradation de ce dernier serait vite dangereuse pour la liquidité ouzbèke.

Au final, le pays peut donc être très fragilisé par cette crise, mais il possède cependant deux coussins amortisseurs : une dette publique limitée et un niveau de croissance élevé.

☑ **Notre opinion –** *En période de risque systémique global, deux questions se posent : les canaux de contagion du risque global aux économies, mais aussi les points de résistance de ces dernières. Pour la zone Russie/Asie centrale, le principal canal de transmission se fait par les comptes externes et les taux de change, qui sont flexibles depuis 2015. L'impact sur la croissance sera réel, mais les fonds souverains des différents pays devraient permettre d'atténuer un peu le choc. En revanche, les secteurs bancaires encore fragiles du Kazakhstan et de l'Azerbaïdjan devraient plutôt transmettre les problèmes de liquidité, s'ils se posent. Ils représentent donc clairement le maillon faible de ces deux économies, de même que celles des entreprises publiques qui sont endettées en devises.*

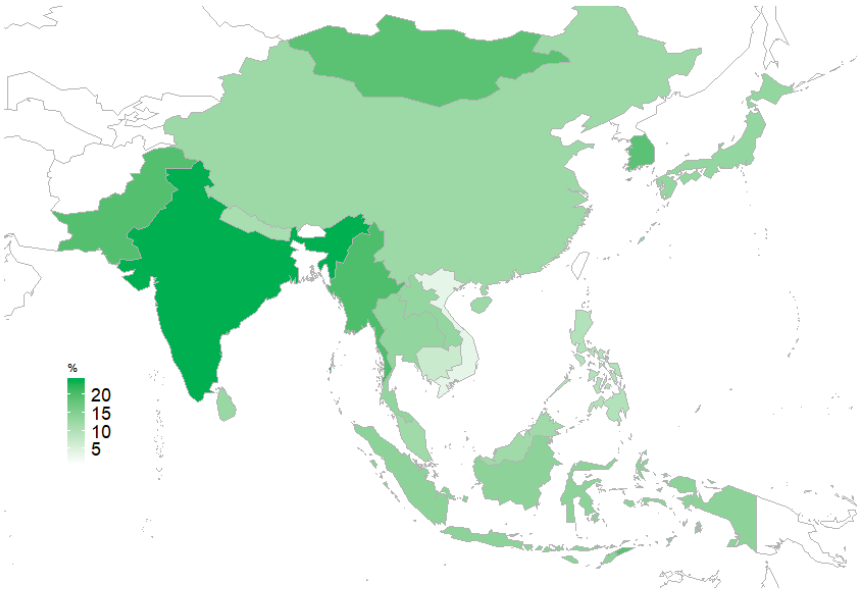
Asie

☞ Quels sont les effets de la chute du prix du pétrole sur les économies de la zone ?

Comme dans tout choc, la chute brutale du prix du pétrole fera des gagnants et des perdants. De prime abord, les principales économies d'Asie – importatrices nettes de pétrole – devraient faire partie de la première catégorie. La Chine et l'Inde, respectivement premier et troisième importateurs mondiaux avec 20% et 10% de la demande totale, pourraient donc bénéficier d'une baisse substantielle de leur facture énergétique. C'est d'autant plus vrai pour l'Inde, qui dépend à plus de 80% de ses importations pour satisfaire sa demande intérieure. Les estimations indiennes tablaient ainsi sur une facture de 105 Mds USD en 2020, avec un baril autour de 64 USD. Si on ne sait pas encore combien de temps les cours resteront à ce niveau, chaque mois passé avec un baril autour de 35 USD permet une économie de 5 Mds USD, et donc une réduction du déficit courant (2% du PIB), voire du risque de change. Même si la Chine dégage toujours des excédents courants, elle pourrait elle aussi voir sa facture énergétique, d'un montant annuel de 240 Mds USD, soit 10% des importations, s'alléger considérablement. Des autres économies de la région, seules la Malaisie et l'Indonésie sont exportatrices de pétrole brut, mais cette activité représente à peine 5% de ses exportations. La baisse des cours ne devrait pas avoir d'impact systémique sur le pays.

Cette première analyse ne doit cependant pas occulter les effets de second rang se jouant en trame de fond. D'une part, parce que cette crise pétrolière vient s'ajouter à un environnement déjà très perturbé et incertain, de nature à provoquer une fuite vers la qualité des actifs, et des mouvements d'ajustements sur les changes. Dans ce domaine, la Thaïlande apparaît comme le pays le plus exposé : son compte courant est déjà affecté par les pertes de recettes touristiques (12% du PIB) et même si les autorités ont largement renforcé le cadre macro-prudentiel depuis 1998, afin de limiter la spéculation sur le baht, les marchés ont (parfois) la mémoire longue et la devise thaïlandaise apparaît toujours comme fragile. D'autre part, si ces pays sont importateurs de pétrole brut, certains (Inde en particulier) exportent du pétrole raffiné, ce qui conduit à nuancer les effets positifs de la chute du cours sur les balances commerciales, même si les activités de transformation réduisent l'effet-prix pur. Seule la Chine, qui consomme tout ce qu'elle importe et va donc pouvoir faire redémarrer son économie avec un pétrole à prix plancher, apparaît incontestablement grande gagnante de cette nouvelle guerre des prix.

Part des importations de pétrole dans les importations totales



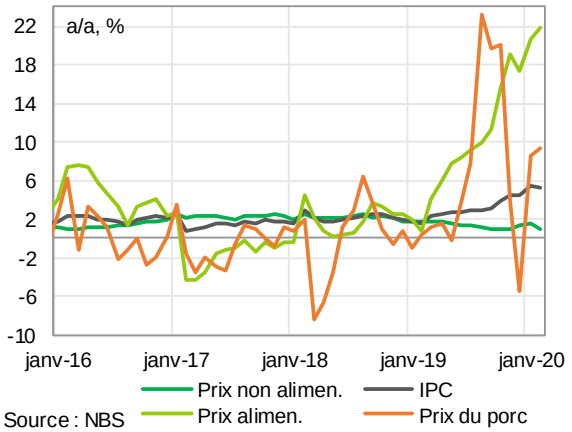
Source : UNCOMTRADE

☑ **Notre opinion –** *Les économies asiatiques, plus consommatrices que productrices de pétrole, pourraient bénéficier à court terme d'un prix de l'énergie plus bas. Le climat de forte incertitude et de volatilité actuel est au contraire de nature à pénaliser les économies les plus fragiles (Philippines, Thaïlande) en cas de mouvements abrupts sur les comptes financiers.*

☞ Chine : l'inflation continue d'accélérer

Après 5,4% en glissement annuel en janvier, la hausse de l'indice des prix à la consommation pour le mois de février s'est élevée à 5,2%. Portée par les ruptures d'approvisionnement liées au Covid-19, l'inflation chinoise est essentiellement provoquée par la hausse des prix des biens alimentaires, dont le porc. L'indice des prix à la production a, en revanche, reculé de 0,4% en raison du repli de l'activité. L'ampleur de la reprise demeure toujours difficile à estimer. Les données produites par Baidu Huiyan indiquent des taux de reprise autour de 60%, mais 30% dans le Hubei où seules les entreprises prioritaires ont pu rouvrir, largement inférieurs à ceux affichés par les autorités chinoises.

Chine : inflation



Source : NBS

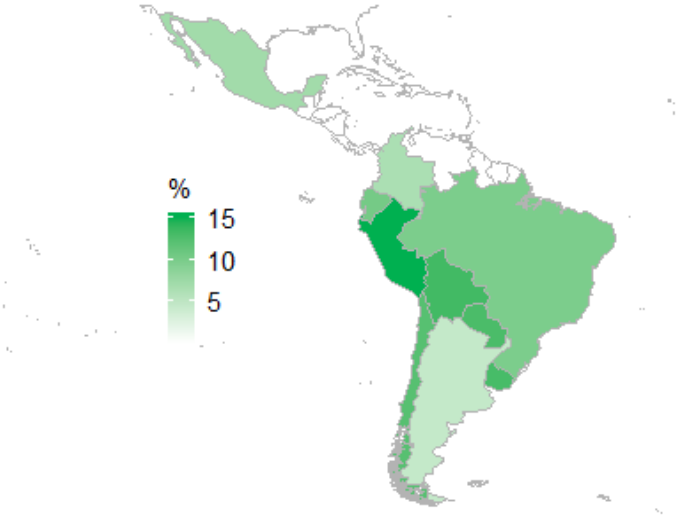
☑ **Notre opinion –** *Cette accélération de l'inflation est largement imputable à l'épidémie et devrait donc se stabiliser une fois la crise sanitaire passée. Dans le cas contraire, la Banque centrale se retrouverait face à un dilemme contraignant, elle qui a, pour le moment, choisi de soutenir l'activité en baissant les taux et en encourageant les banques à octroyer de nouvelles lignes de crédit ou des facilités de paiement aux entreprises touchées par la crise.*

Amérique latine

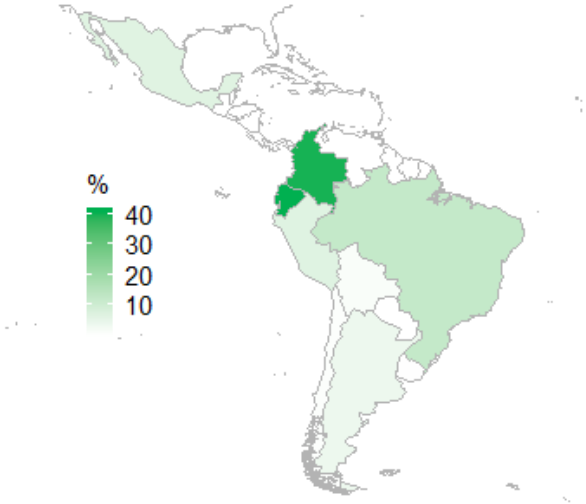
☞ La double (voire la triple) peine

Aussi hasardeuse et prématurée soit-elle, en supposant des dommages limités des contraintes d'offre sur la production manufacturière, l'estimation de l'impact de l'épidémie de coronavirus a tout d'abord fait apparaître des vulnérabilités liées aux volumes exportés, mais surtout à la détérioration des termes de l'échange dont les principales victimes étaient le Pérou et le Chili et, dans une bien moindre mesure, le Brésil[1]. Aux conséquences liées à la propagation de l'épidémie (mesures de confinement, baisse de la mobilité des personnes, de la consommation notamment de services, etc.), il faut désormais ajouter celles issues du repli violent du prix du pétrole (WTI à 31 dollars le baril, soit une baisse de près de 50% depuis début janvier). En fonction du seul critère des comptes extérieurs (importateurs nets ou exportateurs nets de pétrole brut et/ou raffiné), les pays peuvent être « brutalement » classés en quatre grandes catégories selon que l'impact de la chute du prix du baril est : favorable (Bolivie, Chili, Paraguay, Pérou, Uruguay), quasiment neutre (Argentine, Mexique, Panama), modérément négatif (Brésil), fortement négatif (Colombie, Équateur).

Importations de pétrole
(% des importations totales)

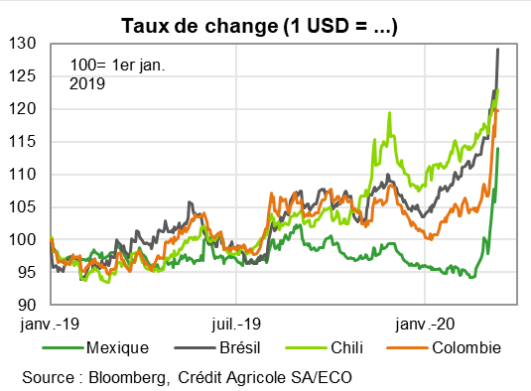


Exportations de pétrole
(% des exportations totales)



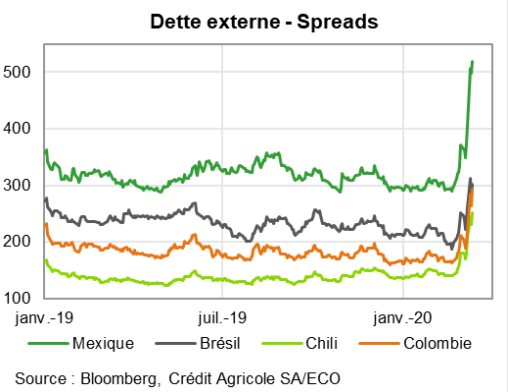
Source : UN Comtrade, Crédit Agricole SA/ECO

☑ **Notre opinion –** *Au sein des grands pays, à l'aune de la dégradation prévisible de ses comptes extérieurs, la Colombie fait partie des pays les plus durement affectés. Les exportations de pétrole brut et de produits raffinés représentent, respectivement, près de 33% et 7% de ses exportations totales (soit au total près de 5% du PIB), alors que les importations de ces mêmes produits sont respectivement quasi nulles et proches de 6,5% du total des importations. Une baisse du prix annuel moyen de 20% pourrait se traduire par un creusement du déficit courant, le portant à 5% du PIB. Au-delà des seuls dommages sur les comptes extérieurs, l'impact sur les finances publiques sera sensible. Les revenus fiscaux tirés du secteur pétrolier représentent 2,3% (pour des revenus fiscaux totaux de 25% du PIB).*



[1] Cf. Monde – L'actualité de la semaine – 6 mars 2020

Les recettes liées au secteur pétrolier se composent de paiements de taxes et du versement des dividendes par Ecopetrol sur les revenus de l'année précédente, ainsi que des royalties payées alimentant les finances locales. La majeure partie de l'impact négatif se ferait sentir en 2021 ; le manque à gagner pourrait atteindre 0,7% du PIB (ce qui, toutes choses égales par ailleurs, alourdirait le déficit originellement prévu pour le porter à près de 2% du PIB). Quant au Mexique, importateur net depuis 2016, l'impact sur les comptes extérieurs est très modérément favorable : le Mexique exporte certes du pétrole brut (5,9% de ses exportations totales, alors que celles de produits raffinés sont faibles, à moins de 1%), mais importe des produits raffinés (7,2% de ses importations). Outre des hypothèses optimistes (notamment en termes de croissance), le projet de budget 2020 table sur un prix moyen du pétrole (Mexican basket) de 49 dollars par baril et (en pourcentage du PIB) des recettes tirées du secteur pétrolier représentant 3,8% (droits d'accise, taxes acquittées par PEMEX) sur un total de recettes de 21%, un déficit total de 2,1% du PIB (compte tenu d'excédent primaire de 0,7%). Le gouvernement dispose de la possibilité de moduler les taxes payées « à la pompe » et les finances publiques dépendant directement du prix du pétrole largement sont « immunisées » contre une baisse du prix du pétrole dans la mesure où le gouvernement est couvert contre une baisse du prix sous 49 dollars par baril. Mais, il est exposé au risque de forte dégradation de la situation financière de PEMEX. Cela risque de différer encore l'annonce des projets dans le secteur énergétique, annonce assortie d'éclaircissements très attendus sur l'évolution possible de la « doctrine énergétique » présidentielle confrontée à la réalité.



Lors de périodes de forte (ici irrépressible) aversion au risque, l'Amérique latine est une victime classique, les actifs brésiliens souffrant tout particulièrement. Avant même la chute du prix du pétrole, les marchés financiers se sont donc affolés, comme en témoignent à la fois l'écartement des spreads *sur la dette externe et les dépréciations des devises contre le dollar. Celles-ci risquent de limiter la mise en œuvre de politiques monétaires plus souples, tout particulièrement au Mexique (où le taux directeur est encore à 7%), mais aussi en Colombie.*

Afrique du Nord, Moyen-Orient

☞ Moyen-Orient/Afrique du Nord : quels pays vont le plus souffrir de la guerre des prix du pétrole ?

La guerre des prix du pétrole engagée entre l'Arabie et la Russie pour conserver leurs parts de marché et avec pour corollaire, les producteurs américains de pétrole de schiste comme cible mutuelle, a fait chuter le prix du baril à 37 dollars. De la durée de cet affrontement géopolitique et des prix constatés vont dépendre le « coût » économique pour les pays producteurs de pétrole.

Alors qu'un affrontement similaire a eu lieu en 2015 envers les producteurs de pétrole de schiste américain, la guerre des prix de 2020 prend une tournure plus politique et géopolitique que commerciale ce qui rend son issue beaucoup plus difficile à prévoir. Si une hypothèse de prix à 35 dollars sur une durée de deux trimestres, puis une remontée progressive à 40-50 dollars fin 2020 - début 2021 se réalise, quel sera l'impact sur la région ?

Tous les pays producteurs de la région vont souffrir d'une chute de 45% des prix des hydrocarbures ; à cela s'ajoute la crise du coronavirus qui affecte déjà certains pays de la zone. Les plus affectés seront les suivants.

Le pays le plus fragilisé à court terme est sans doute **Oman** en raison de ses déséquilibres (cf. *infra*). Par la suite **Bahreïn**, pays rentier très dépendant du pétrole et du tourisme (13,4% du PIB), va voir s'accentuer son surendettement. Des aides financières nouvelles de l'Arabie pourraient intervenir. L'**Irak**, pays profondément rentier, devrait voir se creuser son déficit budgétaire et voir tomber son solde courant à presque zéro. Les tensions politiques actuelles ne favorisent pas les réformes de consensus et le plan FMI pourrait être étendu. L'**Iran**, de son côté déjà très affecté par la crise du coronavirus et l'impact de l'embargo américain, devrait souffrir d'une récession plus forte en 2020, d'un regain d'inflation, de déficits accrus qui pourraient générer de nouvelles tensions sociales. Le pays vient de demander une aide de 5 Mds de dollars au FMI.

En **Algérie,** c'est surtout la chute des prix du pétrole qui va accélérer la baisse des réserves en devises dans ce pays totalement rentier et dépendant du prix des hydrocarbures. Les mesures économiques et financières annoncées le 10 mars sont très inférieures aux attentes : ni l'ajustement du change, ni des hausses d'impôt ou de recours à l'endettement n'ont été évoqués.

En fonction de la durée de la baisse des prix (alors que le seuil d'équilibre fiscal est toujours supérieur à 100 dollars le baril), une chute de la croissance du PIB, des déficits jumeaux entre 10% et 15% du PIB dès 2020, une chute des réserves en devises à trois mois d'importations dans moins de deux ans et une probable crise de liquidité à cette échéance combinée avec un effondrement du change pourraient se produire. Le risque d'une crise sociale et politique est donc plus fort.

L'**Arabie**, pour sa part, est dans une situation économique moins favorable qu'en 2014. Elle dispose de 500 Mds USD de réserves au lieu de 732 milliards, sa dette publique est nettement plus importante (32% du PIB, au lieu de 9%), et des entreprises de production sont cotées en bourse et pour partie endettées (dont Aramco), son déficit budgétaire est récurrent et son image internationale abîmée par une politique étrangère très agressive. L'impact du coronavirus sur le tourisme (qui représente 9% du PIB, mais seulement 4% des recettes d'exportation) devrait rester assez contenu sur les comptes extérieurs, mais pourrait affecter la croissance du PIB. Effectivement, celle-ci va être très faible en 2019 (entre 0,2% et 0,6%) et la prévision à 1,8% en 2020 pourrait être revue à la baisse. Compte tenu d'une politique budgétaire pro-cyclique (une contraction de 20% des dépenses est envisagée) et si les prix restent à 36 dollars, la croissance va chuter significativement et une nouvelle récession 2020, comme en 2017, pourrait advenir. Si les prix se redressent en 2021, une croissance proche de zéro pourrait s'envisager. Le solde courant pourrait retomber à zéro et le déficit budgétaire se creuser à plus de 10% du PIB si aucune mesure de compensation n'est prise. La dette publique devrait alors accélérer sa hausse (à environ 40% à 50% du PIB).

Cependant, les réserves en devises sont encore larges et représentent un amortisseur important face à la chute des prix, ainsi qu'un facteur de confiance pour les investisseurs. À 500 Mds USD, soit 65% du PIB et vingt-sept mois d'importations, elles pourraient être sollicitées, comme cela a été le cas en 2015.

Les pressions sur le change existent comme en 2014, mais le peg au dollar fait partie de l'ADN monétaire du pays et un abandon serait beaucoup plus douloureux depuis la hausse de la dette externe du souverain et des entreprises de production de pétrole. De plus, la dette externe est encore modeste à 28% du PIB en 2018 même si son montant s'élève désormais à 218 Mds USD.

Enfin, dans la mesure où le pays est considéré comme étant en grande partie le déclencheur de la crise, son image va être affectée et pourrait impacter le souverain. Des baisses de *rating* pourraient être mises en œuvre par les agences, compte tenu de l'impact élevé sur des pays producteurs externes déjà fragilisés.

Les **Émirats**, pays très ouvert sur l'extérieur mais à l'économie assez diversifiée, vont toutefois triplement souffrir de la crise du coronavirus sur le tourisme et sur le fort trafic aérien de son *hub* régional entre l'Europe et l'Asie avec des compagnies aériennes de

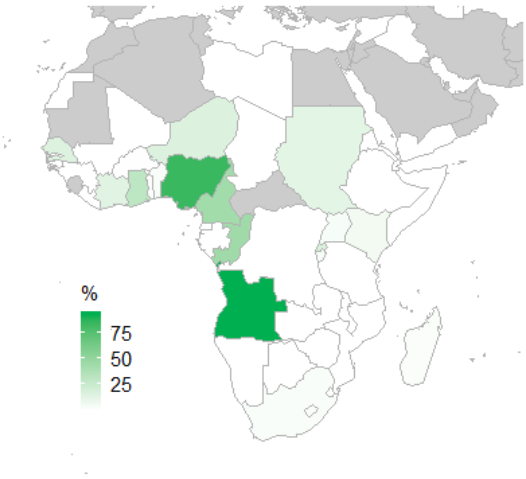
rayonnement international. Ce secteur affecte Dubaï plus qu'Abu Dhabi. La chute des prix du pétrole (les hydrocarbures représentent 50% des exports) va faire chuter les excédents courants et entraîner un déficit budgétaire. Enfin, son intégration dans la chaîne de production mondiale (impact indirect de la crise Covid-19) sera également affectée.

Les variables de marchés (bourse, prix des CDS) intègrent déjà ces risques. Si les prévisions de prix du pétrole bas pendant six mois se matérialisent, la croissance du PIB pourrait être ramenée à 1%-1,5%, les excédents courants à 4% du PIB (comme en 2016), et le déficit budgétaire à 2% du PIB. Les larges réserves en devises, la taille des fonds souverains et la réactivité des décideurs protègent le régime de change fixe qui n'est pas menacé par ces crises.

Le **Qatar**, très grand producteur de gaz, est un pays assez ouvert et totalement rentier. Il a bien survécu à l'embargo des autres pays du Golfe. Les recettes touristiques sont modestes dans le total des recettes d'exportation, et c'est donc surtout l'impact des prix bas du pétrole qui va se propager sur la croissance (sans doute moins de 2%), le solde courant avec un probable retour à l'équilibre et un léger déficit budgétaire. Mais les fortes réserves en devises du fonds souverain et son adaptabilité à des crises externes le rendent sans doute plus résilient que ses voisins du Golfe.

Le **Koweït**, pays totalement rentier et dépendant du pétrole, dispose de coûts de production et le tourisme est très modeste dans l'économie. Les réserves lui permettent de tenir de nombreuses années même à des prix aussi bas.

L'**Égypte**, le **Maroc** et la **Tunisie** sont des pays vulnérables sur les flux touristiques (avec plus de dix millions de visiteurs par an) qui représentent une part élevée du PIB (8 à 10%) et des recettes en devises. En revanche, ils sont plutôt favorisés par une baisse de la facture énergétique. Sauf si une crise de coronavirus de grande ampleur se développe sur leur territoire pour l'instant assez épargné, la résultante devrait être relativement neutre pour ces pays, sauf en cas de forte baisse de la demande européenne qui affecterait les exports. Ces pays n'ont pas bénéficié de la chute des prix en 2014, car ils importent beaucoup de biens de consommation par ailleurs.



☑ **Notre opinion –** *Le choc économique et financier pourrait également avoir des conséquences politiques sur certains pays déjà très fragilisés. La chute de la rente, ou des rentes, entraîne plus ou moins partiellement une remise en cause du contrat social et de la notion de l'État providence, en retirant au gouvernement les ressources pour alimenter les subventions qui subsistent encore dans de nombreux pays. Il est encore trop tôt pour envisager une recrudescence des mouvements sociaux dans la région, mais les difficultés économiques s'ajoutent aux nombreux défis démographiques, de création d'emplois et de demande de plus de transparence déjà identifiés.*

☞ Liban : défaut souverain, déficit de communication et… toujours pas de réformes

Le gouvernement de Hassan Diab a déclaré ne pas pouvoir procéder au paiement des titres d'État, y compris sur ceux venant à échéance ce mois de mars 2020.

Ce défaut souverain était attendu tant les déséquilibres macro-économiques et financiers sont larges, avec notamment une dette publique de 170% du PIB, une dette externe extrêmement élevée, des déficits jumeaux abyssaux, une défiance extrême des investisseurs et des déposants libanais, et une récession en cours.

Le gouvernement doit désormais négocier avec les créanciers, notamment les fonds spéculatifs détenteurs de la dette en devise. Le ministre de l'Économie a précisé que la dette domestique est aussi concernée par la restructuration et que des négociations seront engagées avec les banques locales, presque uniques créancières des obligations en livre en dehors de la Banque centrale (54%) et d'entités publiques (15%) selon Moody's. L'objectif du gouvernement, qui est de revenir à un niveau de dette publique entre 60% à 80% du PIB, implique donc un abandon de créance évalué entre les deux tiers et la moitié de la dette publique actuelle. Ce « *haircut* » devrait donc absorber la totalité des fonds propres des banques (sauf à imaginer une manipulation comptable d'étalement des échéances). Les banques devraient donc saisir, sur demande des autorités, une partie de dépôts de la clientèle pour assurer leur recapitalisation. Une mise sous tutelle de l'État est aussi envisageable.

Par ailleurs, se posera tôt ou tard la question de la dette externe des banques et des entreprises (hors titres d'État donc), sujet qui n'a pas été évoqué à ce stade. Selon Moody's la position nette en devise de la Banque du Liban est déficitaire de 32 Mds USD, soit 55% du PIB. Ceci, avec une sortie éventuelle du régime de change fixe, pourrait significativement accroître le coût de la restructuration.

Si cette décision est instructive sur la situation financière désespérée du pays, elle l'est aussi par ce qui n'a pas été dit.

Le FMI n'est toujours pas sollicité par les autorités pour apporter une aide financière officielle, car cela indispose certains cercles politiques. Cette aide semble pourtant nécessaire pour encadrer la restructuration de dette par un plan de réformes soutenable et crédible envers l'étranger.

Un contrôle des capitaux officiel n'est toujours pas annoncé, bien qu'il soit en partie actif dans les faits au niveau des banques, car il permet à certains actifs de quitter discrètement le pays.

Une dévaluation officielle de la livre n'est pas actée et une sortie du régime de change fixe au dollar (une demande du FMI) pas encore envisagée, bien qu'elle soit active dans les faits (le prix de la livre au marché noir était récemment de 44% inférieur à son cours officiel).

Le gouvernement a annoncé qu'une restructuration de la dette bancaire se profilerait, mais sans précisions sur les conséquences pour les dépôts des Libanais.

En ce qui concerne les plans de réformes, aucune mention n'a été faite, notamment des réformes fiscales (TVA, taxes, électricité), car c'est un sujet socialement très sensible.

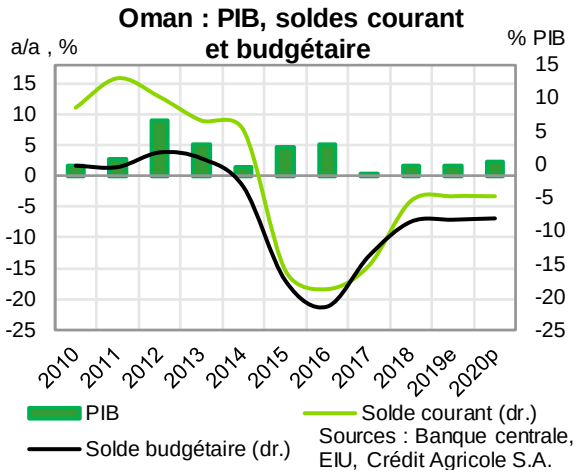
Enfin, aucune information n'a filtré sur d'éventuelles mesures judiciaires à l'encontre des fraudeurs des années passées, car ceux-ci sont bien souvent trop proches des cercles du pouvoir.

☑ **Notre opinion –** *Le gouvernement libanais est totalement tétanisé par la situation politique, sociale, financière et économique. La réponse à la crise est totalement inconsistante à ce stade, car aucune réforme visant à redonner confiance à la population, ni aux acteurs économiques, n'est annoncée. Les conséquences économiques et sociales vont être extrêmement douloureuses et pourraient durer plusieurs années : une contraction de l'activité économique par la chute des importations, une hausse du chômage en raison de la défaillance de nombreuses entreprises, une très forte hausse de l'inflation en cas de sortie du peg, et enfin une paupérisation de la population déjà très affectée depuis plusieurs années par les difficultés des conditions de vie au quotidien.*

☞ Oman : nouvelle baisse de *rating*, alors que la chute du prix du pétrole accentue les fragilités

L'agence Moody's vient à nouveau de baisser le *rating* du souverain omanais d'un cran à Ba2, plongeant la note du pays un peu plus profondément dans la catégorie « spéculative » et rejoignant ainsi Standard & Poor's sur ce niveau de notation. La dette publique a atteint 60% du PIB fin 2019, alors que l'agence pensait que ce niveau d'endettement ne serait atteint qu'en 2021. La baisse des prix du pétrole en 2014 et l'absence de réformes structurelles pour combattre les déficits jumeaux ont maintenu les seuils d'équilibre du budget et du solde courant à des niveaux très élevés, aux alentours de 80 dollars le baril. C'est évidemment un seuil qui reste très excessif, alors que la crise du coronavirus et les tensions entre l'OPEP (et l'Arabie) et la Russie ont fait chuter le prix du Brent à 36 dollars par baril.

Les recettes de l'État proviennent encore presque exclusivement des taxes sur les exportations de pétrole et les efforts de diversification de l'économie ne produiront leurs effets qu'à moyen terme. En attendant, les réserves en devises baissent, les fonds souverains sont sollicités pour les compenser partiellement et les dettes externes et publiques progressent, empêchant par ailleurs un ajustement par le change (le régime de change fixe au dollar) compte tenu de la hausse de la dette publique en dollar.



☑ **Notre opinion –** *À part une diminution des subventions sur l'essence, Oman est, avec Bahreïn, le seul pays du Golfe à ne pas avoir renforcé sa fiscalité depuis la chute des prix du pétrole en 2014. L'introduction d'une TVA a été régulièrement repoussée, l'impôt sur le revenu est inexistant et l'impôt sur les sociétés est très faible. Le pays dispose d'une fiscalité qui ne correspond plus à la réalité économique et à celle des marchés pétroliers actuels. Cet immobilisme a sans doute été privilégié pour préserver la croissance du PIB, mais cette politique s'est révélée peu efficace.*

Le risque auquel vont être confrontés les dirigeants est celui de la fermeture des marchés de capitaux pour le refinancement de la dette externe, un risque dont la probabilité s'accroît.

Les réformes à entreprendre reposent exclusivement sur le nouveau sultan qui a annoncé un plan et des principes de base, mais pas encore de feuille de route précise, ni les détails concrets des mesures qui seront prises. De la volonté réformiste du nouveau sultan va dépendre dans les prochaines semaines l'atténuation ou le creusement des difficultés.

Afrique sub-saharienne

☞ Afrique sub-saharienne : quels sont les pays les plus fragilisés par la crise du coronavirus et la chute des prix du pétrole ?

Les deux chocs sanitaire et sur le prix des matières premières vont affecter différemment les pays d'Afrique sub-saharienne.

Concernant le coronavirus, il faut déjà remarquer que les systèmes de santé en Afrique sub-saharienne sont peu équipés pour faire face à une crise sanitaire de type coronavirus de grande ampleur sur le continent. Des pays ont déjà pris des mesures conservatoires de fermeture des frontières, de quarantaine et de confinement en cas de contamination déclarée. Ceci pourrait s'étendre dans les prochaines semaines, en fonction du nombre de cas déclarés.

De son côté, la baisse des prix du pétrole et des matières premières va fortement affecter la plupart des pays qui exportent majoritairement des matières premières non transformées. La chute des prix (y compris celle des matières premières agricoles) va affecter tous les pays exportateurs. Par ailleurs, aux niveaux bas de prix actuels, certaines décisions d'investissement ou de développement de champs pétroliers pourraient être différés par les *majors* intervenant sur le continent.

Enfin, les relations du continent avec la Chine et la dépendance des pays à l'égard des importations chinoises sont très contrastées. En revanche, la Chine pourrait réduire transitoirement ses investissements directs étrangers vers le continent, ce qui pourrait rendre plus difficile le financement de certains soldes courants déficitaires.

Quels sont les pays les plus vulnérables ?

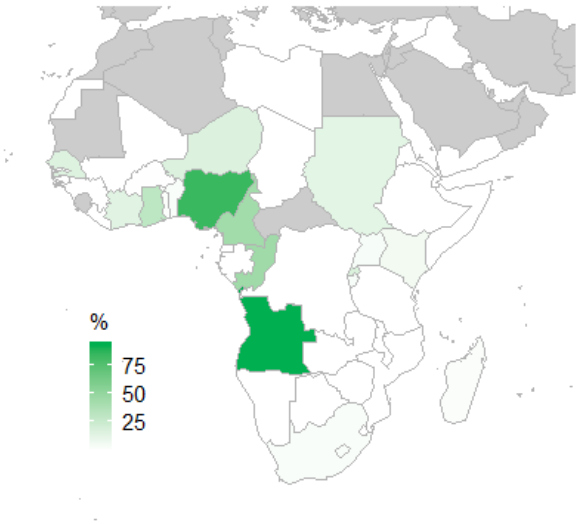
Le premier d'entre eux est **l'Angola**. Pays déjà très fragilisé par quatre années de récession depuis 2016, il va en connaître une cinquième cette année 2020. Totalement rentier et extrêmement dépendant à la fois du prix du pétrole et du client chinois qui absorbe 60% de ses exportations d'hydrocarbures, il va donc doublement souffrir de la chute des prix et de la contraction des importations de la Chine. Ceci va entraîner un nouveau déficit courant dès 2020, une hausse du ratio de dette externe sur exportations, alors que le souverain est déjà surendetté à environ 90% de dette publique sur PIB. Si la crise est profonde et durable, ceci pourrait avoir un impact sur la notation du pays et des baisses de *rating* sont envisageables.

En **Zambie**, la baisse des prix des matières premières exportées va affecter les recettes externes et donc les réserves en devises qui sont à un niveau très bas et alors que la dette externe représente plus de deux fois les recettes d'exportation et ce avant chute des prix. On est donc déjà bien au-delà du seuil d'alerte de 150%. La monnaie nationale, le kwacha, s'est fortement dépréciée depuis début 2020. Alors que le pays est très fragilisé et qu'aucun soutien du FMI n'est en vue, le risque de défaut s'accentue encore.

Le **Nigeria**, pays pétrolier fortement rentier dont les hydrocarbures représentent 90% des exportations, est néanmoins peu dépendant des importations de la Chine. Toutefois, la chute des prix est très pénalisante, car le pays a peu de capacité pour augmenter sa production déjà à deux millions de barils par jour. La baisse des prix devrait donc faire chuter les recettes de 45% soit de 125 millions USD/jour à 65 millions USD, un choc très important pour le pays. Il faut donc anticiper le creusement du déficit budgétaire déjà à 2,6% du PIB et probablement l'apparition d'un déficit courant qui devrait réduire les réserves en devises à un niveau déjà faible. Les dettes pourraient repartir à la hausse (la dette publique est à 19% du PIB), mais le gouvernement n'a toutefois pas tardé à réagir et à annoncer une révision à la baisse du budget 2020 et le décalage d'investissements. Le change flexible est un amortisseur de crise, mais l'impact sur les équilibres macro-économiques risque toutefois d'être très élevé.

Au **Gabon,** la chute des prix des matières premières exportées va affecter le pays. À côté du pétrole qui représente 60% des exportations, le Gabon exporte du manganèse, du bois et du caoutchouc. La chute des prix va à nouveau affecter la solvabilité et la liquidité du pays, alors que les prévisions de hausse de la croissance du PIB en 2020 (3,9% pour 2,8% en 2019) pourraient être réévaluées fortement à la baisse. Il faut donc s'attendre à un creusement des déficits jumeaux, l'arrêt de la baisse de la dette publique et, sans doute, un renforcement des interventions du FMI.

L'**Afrique du Sud,** hors coronavirus et baisse des prix des matières premières, connaît déjà certaines difficultés macro-économiques. Or, 16% des exportations du pays ont la Chine pour destination, ce qui en fait un partenaire pas tout à fait marginal. La baisse des cours va accentuer certaines vulnérabilités, mais sans doute plus marginalement compte tenu des faiblesses déjà identifiées. Le rand a poursuivi sa dépréciation à 16,5 par dollar pour 14 en début d'année, soit une chute de 15% en deux mois et demi.

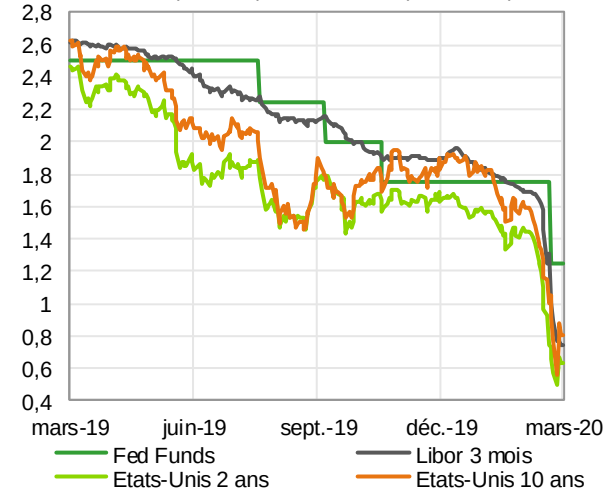


☑ **Notre opinion –** *L'ampleur de la crise et de son impact pour les pays producteurs va dépendre de la durée d'un prix du pétrole aussi bas. Au-delà de deux trimestres, l'impact sera majeur pour les producteurs d'Afrique sub-saharienne.*

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

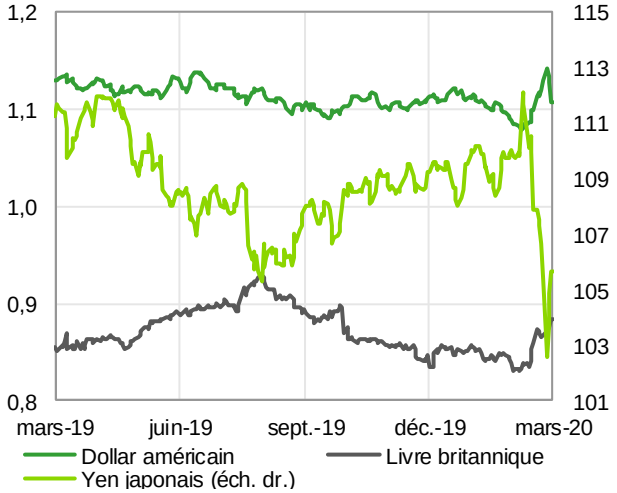
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

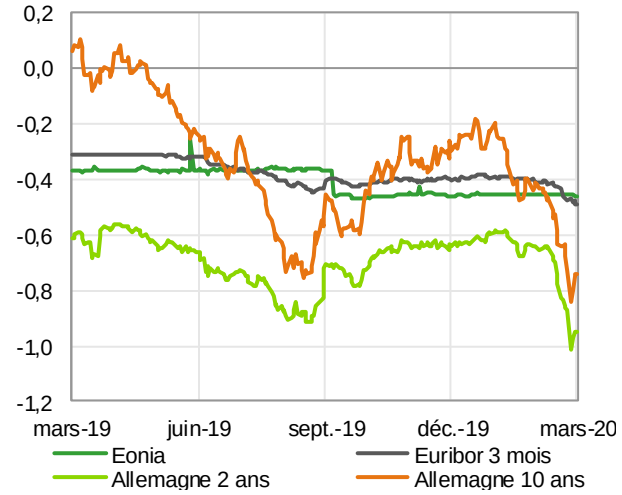
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

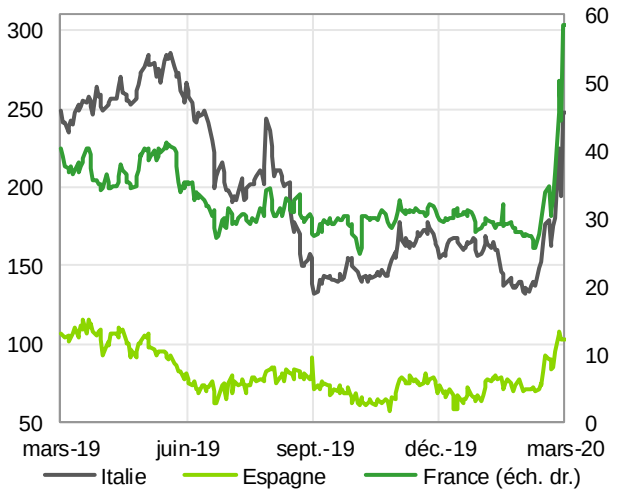
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

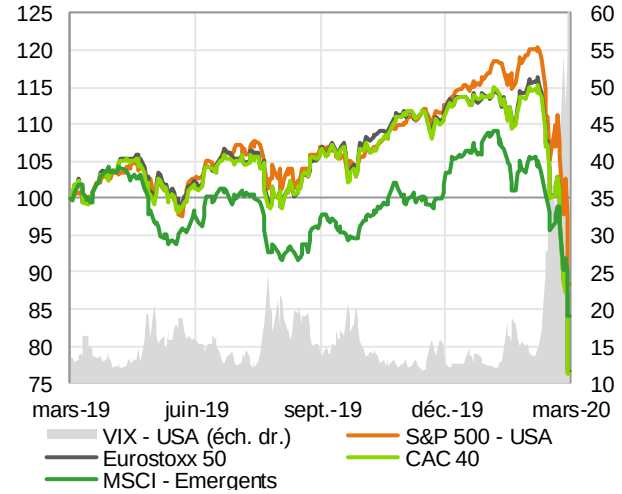
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

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



Source : Thomson Reuters

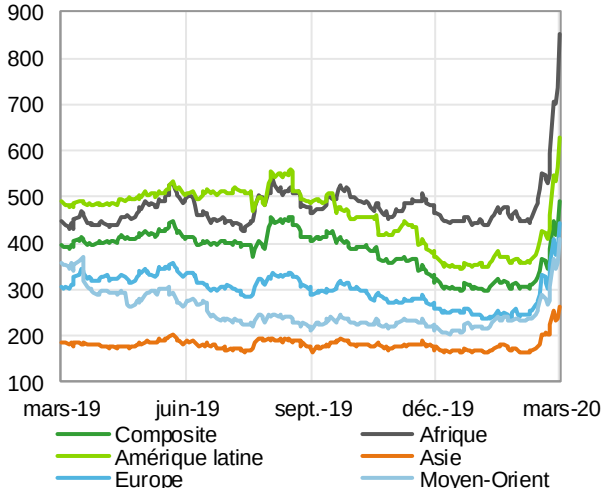
Cours de l'once d'or

USD/Once troy (Londres)

Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

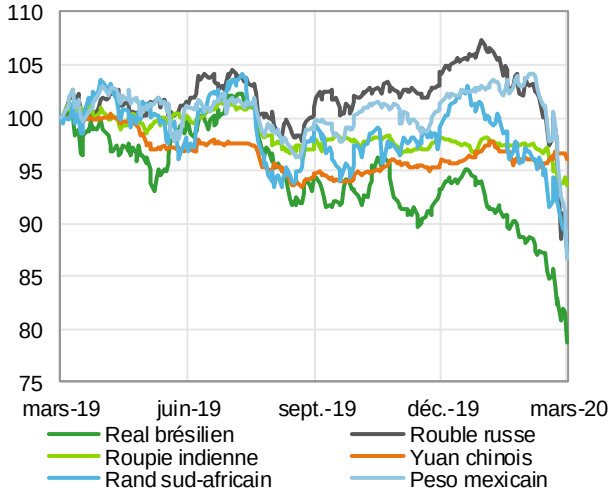
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

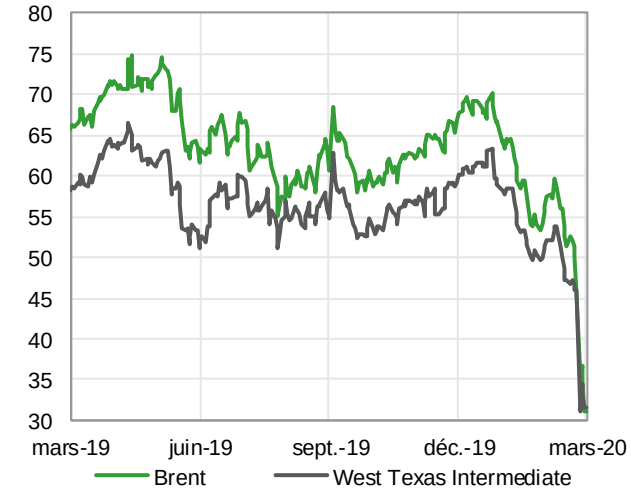
Coût du transport maritime de vrac sec

Baltic Dry Index (USD/point)

Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

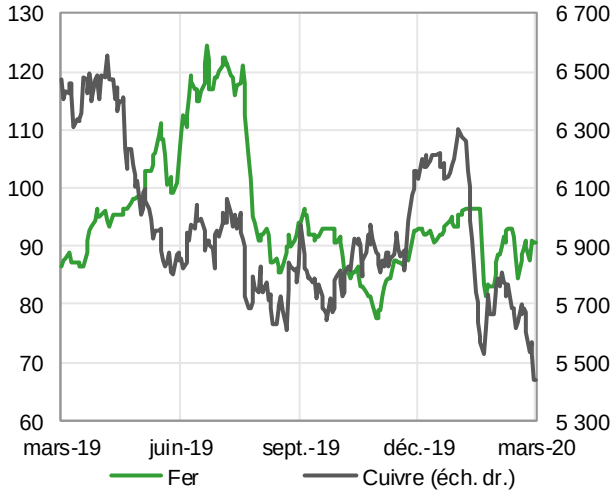
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

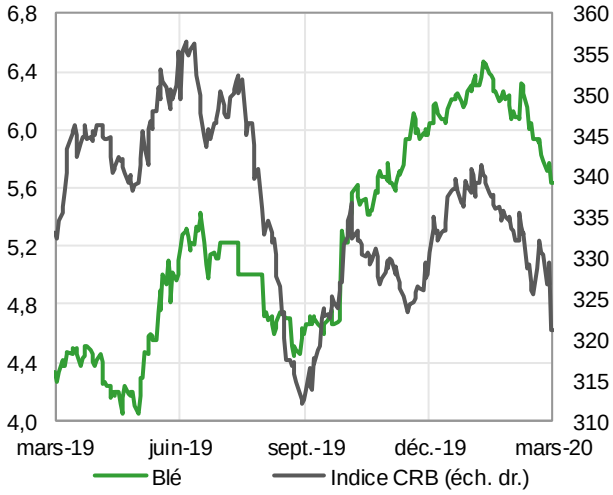
USD/tonne métrique



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 :

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

Un équilibre délicat

Prévisions économiques & financières

Date	Titre	Thème
11/03/2020	La Chine ralentit à court, moyen et long terme	Chine
06/03/2020	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
04/03/2020	La puissance des « esprits animaux »	Economie
03/03/2020	Infographie - Top 10 des fintech à suivre en 2020	Banques, sectoriel
02/03/2020	Italie – Conjoncture : flash	Italie
02/03/2020	France – Travail temporaire : tendances à fin février 2020	France, sectoriel
28/02/2020	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
27/02/2020	Supermarché de la blockchain - Infographie	Banque, innovation
27/02/2020	France – Immobilier : évolutions récentes et perspectives 2020	Immobilier, France
26/02/2020	L'emballage souple peut-il se passer du plastique ?	Sectoriel
25/02/2020	Webzine Innovation Santé – Numéro #3 : Cancer, la révolution médicale du XXIe siècle	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 BENADJAOUD, 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 LEBOUGRE
Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC
Afrique sub-saharienne : Cécile JIN

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU
Statistiques : Robin MOURIER
Réalisation et Secrétariat de rédaction : Véronique CHAMPION – Fabienne PESTY

Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

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.