

Perspectives

Hebdomadaire – N°20/053 – 20 mars 2020

MONDE – L'actualité de la semaine

Assouplissements monétaires diluviens

Un torrent d'assouplissements monétaires, de la *Federal Reserve*, de la BCE aux banques centrales latino-américaines en passant par l'Asie : baisses de taux, programmes d'achats d'actifs (souverains ou *corporate*), injections de liquidités sur les segments plus courts des marchés, soutien au marché du *commercial paper*, etc. Si l'on se limite aux principales banques centrales, le grand bal monétaire avait été ouvert par la décision inattendue de baisse de ses taux par la *Fed* lors d'une réunion extraordinaire le 3 mars, s'était poursuivi par l'entrée (légèrement maladroite) de la BCE dans la danse. Le bal se poursuit cette semaine avec la *Fed* à laquelle la BCE emboîte de nouveau le pas.

Pour, tout à la fois, accompagner (plus que prévenir) la détérioration des perspectives économiques, combattre le durcissement des conditions financières, promouvoir le crédit bancaire à l'issue d'une nouvelle réunion d'urgence (le 15 mars), la *Fed* a pris un ensemble de mesures « radicales » : baisse de taux de 100 points de base (fourchette des *Fed funds* à [0 ; 0,25%]), *forward guidance* (pas de hausse de taux tant que la crise sanitaire n'est pas surmontée et que l'économie n'évolue pas conformément à ses objectifs d'inflation et d'emploi), programme de rachats d'actifs (500 Mds USD de *Treasuries* et 200 Mds USD de *mortgage-back securities*), baisse du taux de réserves obligatoires, du taux de la facilité de prêt marginal (*discount window* de 1,5% à 0,25%), etc. La *Fed* a également réactivé des mesures prises en 2008 qui consistent à offrir de la liquidité sur des segments spécifiques (*Commercial Paper Funding Facility*, *Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*). Enfin, généreuse mais aussi soucieuse de ne pas promouvoir l'appréciation du dollar, la *Fed* a abaissé le coût des lignes de swap déjà conclues avec de grandes centrales (Royaume-Uni, Japon, BCE, Suisse) et mis en place d'autres lignes (avec notamment l'Australie, le Brésil, la Corée, le Mexique, Singapour, et les pays d'Europe du Nord). Quant à la BCE, elle a lancé un *Pandemic Emergency Purchase Programme*, programme d'achats d'actifs de 750 Mds EUR observant presque les mêmes règles que le *Quantitative Easing*.

Un tel déluge n'a cependant pas calmé les marchés financiers : à une semaine noire succède une semaine gris anthracite. Les marchés actions enregistrent certes des reculs plus faibles mais le marché des obligations *corporate* (notamment son segment *High Yield*) continue d'acquiescer un très lourd tribut. En revanche, l'initiative

européenne se traduit par un resserrement des primes de risque des souverains *semi core* et *non core* dont l'Italie est le premier bénéficiaire. Les mesures monétaires aussi volontaires et généreuses soient-elles (la *Fed* se déclare prête à utiliser des instruments supplémentaires, à l'exception de taux négatifs, si nécessaire) permettent de limiter les dégâts financiers issus de la crise réelle (notamment les difficultés de financement et de trésorerie) et d'aplanir le terrain en vue d'une reprise. Mais quelle reprise ? Quand ? Cette question taraude les marchés financiers. Une réponse budgétaire pourrait contribuer à les rassurer voire les stabiliser mais ne répondra pas à la question qui les (nous) inquiète : « combien de temps ? ».

Assouplissements monétaires diluviens	1
UEM : l'heure des choix	2
Union européenne : beaucoup de coordination, peu de mutualisation	4
BCE : rattrapage réussi	4
France : pour soutenir l'économie et permettre une reprise future, l'État paiera	5
Italie : « Cura Italia » 25 Mds € pour les ménages et les entreprises	6
Allemagne : la crise sanitaire a eu raison du dogme budgétaire allemand	7
Allemagne : les premiers éléments d'une contraction annoncée	8
Espagne : le deuxième pays le plus touché par l'épidémie de Coronavirus	8
Royaume-Uni : « Whatever it takes »	11
Chine : que nous dit l'effondrement de la croissance ?	14
Asie : l'épidémie fait ressortir les fragilités de certains pays	15
Moyen Orient - Afrique du Nord : double choc, pétrole et Covid	16
Afrique sub-saharienne : attention aux enchaînements de crise en Afrique	16
Europe centrale : situations inégales et attention aux ruptures d'approvisionnement	16
Amérique latine : tenter d'extraire la « substantifique moelle »	17

Editorial

UEM : l'heure des choix

Depuis 2012, avec le rapport des quatre présidents (du Conseil européen, de la Commission européenne, de l'Eurogroupe et de la BCE), l'idée d'une capacité budgétaire centrale pour l'absorption des chocs avait été lancée et appuyée pour une mise en place dès 2014. Repoussée à plusieurs reprises, cette capacité n'a finalement jamais vu le jour. La reprise économique intervenue dès 2014 permettait de repousser le rendez-vous dans la conviction ou l'espoir que la croissance et les efforts des pays auraient suffisamment réduit les risques avant la prochaine crise. Selon certains, mieux valait donc limiter l'aléa moral plutôt que de mettre des ressources en commun qui risquait précisément de l'augmenter.

La crise est là : inédite, elle n'a pas la forme que l'on pouvait attendre. Choc exogène, elle affecte tous les pays de la même façon. Ce n'est pas le résultat d'une prise de risque qui aurait conduit un pays à cumuler des déséquilibres et générer la crise. L'Europe s'est armée pour lutter contre ce type de péril, avec le dispositif du MES qui intervient en cas de perte d'accès au refinancement de marché en imposant un ajustement macroéconomique visant à corriger les déséquilibres en amont de ladite crise. La crise actuelle n'est en rien due à la « mauvaise conduite » d'un Etat. Or, rien n'est prévu en termes de solidarité européenne tant que le budget commun de la zone euro à finalité de stabilisation contra-cyclique n'a pas vu le jour.

C'est ainsi que prévaut la logique des réponses nationales. La crise de 2008 a, néanmoins, enseigné que ces réponses se devaient d'être coordonnées à la fois dans leurs orientations et, si possible, dans leur ampleur. Mais elles sont nécessairement contraintes par les marges budgétaires disponibles au titre des règles budgétaires communes.

Un premier choix s'est vite révélé nécessaire : il fallait soit laisser jouer la flexibilité des règles de surveillance budgétaire multilatérale inscrite dans les traités permettant d'exclure du déficit soumis aux critères du Pacte de stabilité et de croissance les dépenses temporaires pour faire face à une crise exceptionnelle, soit aller plus loin et activer la forme plus extrême de cette flexibilité, la clause échappatoire générale. Cette clause suspend l'ajustement budgétaire recommandé par le Conseil en cas de grave récession économique dans la zone euro ou dans l'ensemble de l'UE.

La première option a d'abord été choisie et, sans surprise, cela n'a pas suffi à garantir des réponses d'ampleur comparable. Si la France et l'Allemagne ont livré une première réponse d'une puissance de feu égale (45 et 57 Mds € respectivement), l'Italie et l'Espagne ont été bien plus prudentes (25 et

14 Mds €). Le choix a été guidé par la volonté de ne pas alimenter davantage la discrimination déjà opérée par les marchés financiers à l'encontre des pays plus endettés.

Dans la première phase de leur réponse, les Etats ont fourni un soutien à l'économie de l'ordre de 1% du PIB en moyenne et apporté des garanties au secteur privé de l'ordre de 10% du PIB en moyenne. Ces fonds fournissent des réponses à court terme d'ordre sanitaire, de soutien à la liquidité et à la préservation de l'emploi.

Cependant, la dynamique implacable de la crise sanitaire et économique se poursuivant, la ligne de front a dû être repoussée. Une réponse plus vigoureuse était nécessaire. C'est un deuxième choix qui s'est posé : entre l'activation de la clause échappatoire, déjà évoquée, et le recours à un instrument plus puissant. Encore une fois, on a pêché par prudence et c'est la clause échappatoire qui a été activée. A ce jour, le Conseil doit encore se prononcer sur l'existence ou pas d'une limite de déficit différenciée selon la situation budgétaire des pays.

Ce choix ne permet néanmoins pas d'aborder avec sérénité la deuxième phase de la crise : cette phase où, la crise sanitaire ayant été résolue et la préservation des capacités d'offre assurée, il faudra s'atteler à organiser le stimulus pour la reprise. Ce choix ne permet en outre pas de garantir la fin sans heurts de la première phase de la crise et d'éviter le cercle vicieux d'une nouvelle discrimination au détriment des Etats qui auront le plus alourdi leurs bilans.

Le recours à un effort commun paraît désormais inévitable. L'Eurogroupe a donné mandat à la Commission et au MES d'explorer un vaste champ d'options. L'annonce de cet effort pourrait donc être imminente.

Pour cet effort commun, la Commission européenne est mal outillée. Le budget de l'UE est prédéterminé pour un mandat de sept ans et alloué à des dépenses spécifiques. La réponse fournie par la Commission avec ses 37 Mds € redirigés principalement du Fonds de cohésion vers les dépenses prioritaires du Covid-19 est dérisoire et confirme la limite des rigidités du budget de l'UE. Finalement, un nouveau fonds *ad hoc* de réassurance contre le chômage pourrait mettre d'accord les différents pays. Le Conseil a donné mandat à la Commission d'élaborer une proposition législative sur ce sujet, mais il reste à trancher la question de son financement. L'idée des Eurobonds (sous la forme des Covidbonds) refait surface et a

été évoquée lors du dernier Conseil. L'existence d'un actif sûr peut à la fois permettre d'améliorer la protection des souverains nationaux contre une crise de confiance des marchés, ouvrir des marges de politique budgétaire pour financer des projets communs et permettre une meilleure diversification du risque dans les portefeuilles bancaires.

Le MES peut être mobilisé soit en tant qu'émetteur des Covidbonds soit en créant une ligne de crédit supplémentaire spécifique à cette crise. Cela change radicalement la logique de son intervention, façonnée après la crise de 2008-2012. Les conditions attachées au prêt devront être aussi spécifiques à la nouvelle crise. Il s'agirait en effet d'instruments s'adressant à un ou plusieurs Etats

(voire tous) ayant encore accès au marché (à des conditions encore favorables) et auxquels on ne peut pas imposer un programme d'ajustement qui ne serait justifié par la situation de crise actuelle.

Le débat autour de tous ces instruments est en cours désormais depuis une décennie et les principaux aspects techniques pour la mise en œuvre des différents outils ont été abordés. Seule la volonté politique fait défaut. La gravité de la situation peut laisser espérer que le saut quantique tant attendu puisse finalement intervenir. Il serait le meilleur vaccin contre le volet économique de la crise du Covid.

Zone euro

Union européenne : beaucoup de coordination, peu de mutualisation

L'action de la Commission européenne face à l'émergence du Coronavirus a été plus une action de coordination et de limitation des entraves aux actions nationales qu'une véritable mobilisation de ressources propres.

D'un côté, la Commission s'est dite prête à proposer au Conseil d'activer la clause dérogatoire pour suspendre l'ajustement budgétaire recommandé et a mis au point un encadrement temporaire afin de permettre aux États membres d'exploiter pleinement la flexibilité prévue par les règles en matière d'aides d'État aux entreprises. Les règles de l'UE (art. 107 du TFUE) sur les aides d'État permettent d'aider les entreprises en pénurie de liquidités ou en besoin de sauvetage urgent. Ces règles s'appliquent aussi aux garanties publiques apportées aux banques. L'encadrement temporaire permet d'accélérer le processus d'approbation en identifiant des typologies d'aide d'État ciblant des dépenses liées à la crise de Covid.

D'un autre côté, la Commission a mobilisé des ressources communes dans le cadre du Coronavirus Response Investment Initiative.

Il s'agit principalement de réallouer des fonds inutilisés des politiques de cohésion :

- La Commission renonce en effet au remboursement de fonds de cohésion inutilisés. 37 Mds € sont mobilisés dans le cadre du fonds de cohésion dont seulement 8 Mds € de ressources propres et 29 de cofinancement national. Toutes les dépenses contre le Covid-19 sont éligibles notamment dans les domaines de la santé, du soutien à la liquidité et aux dispositifs de chômage partiel.
- Elle procède à la réallocation de fonds structurels non encore utilisés pour 28 Mds €.
- Elle étend le champ d'application du fonds de solidarité aux dépenses de santé pour 800 millions €.

D'autres ressources sont dédiées au soutien à la liquidité des entreprises. Il s'agit de 1 Md € de garanties UE au EFSI pour assurer 8 Mds € de soutien à la liquidité des PME et des délais de grâce sur prêts.

✓ Notre opinion – *Finalelement très peu de nouvelles ressources et un effet levier de 74 Mds € avec 37 Mds € de ressources réallouées d'autres budgets. L'Union européenne se présente de plus en plus comme un ordre juridico-politique manquant de la capacité de véritable action politique. Limiter les contraintes que cet ordre juridico-politique fait peser sur les politiques nationales en entravant leur champs d'action en temps de crise est déjà un résultat remarquable.*

BCE : rattrapage réussi

Après sa communication ratée d'il y a une semaine, la BCE a réussi son examen de rattrapage. En plus des 120 Mds € de rachats supplémentaires dans le cadre du programme APP (Asset Purchase Programme) lancés la semaine dernière, elle a annoncé un nouveau programme (Pandemic Emergency Purchase Programme) de 750 Mds € d'achats nets d'actifs du secteur privé et public. Il s'agit d'une enveloppe temporaire (jusqu'à fin 2020 ou potentiellement jusqu'à la fin de la crise). Toutes les classes d'actifs concernées seront potentiellement achetées. Le programme se dote néanmoins d'un degré de flexibilité plus important que l'APP puisque la BCE peut acheter la totalité des échéances et répartir ses achats avec flexibilité à

travers les différentes classes d'actifs éligibles et les différentes juridictions. Si l'étalon de son action demeure la clé de répartition du capital, elle peut s'en affranchir pour intervenir quand et là où les conditions de marché se dégradent le plus. Ce programme est clairement adressé aux titres souverains, la preuve en étant l'inclusion du souverain grec.

La BCE a aussi étendu la gamme d'actifs éligibles dans le cadre du programme CSPP pour y inclure les certificats de trésorerie d'entreprises à court terme et allégé les standards de collatéral bancaire pour les PME.

✓ Notre opinion – *Autant que nécessaire, pour aussi long que requis et avec toutes les options. C'est ainsi que C. Lagarde a rassuré les marchés. Ce n'est pas son « Whatever it takes » mais cela ôte le doute sur sa volonté et sa capacité à agir. Son action des deux dernières semaines porte les rachats mensuels potentiels de 20 à 110 Mds € pendant neuf mois, mais ils peuvent être utilisés de façon plus concentrée. Pour l'Italie, la BCE pourrait acheter jusqu'à 170 Mds € de titres soit plus du double du besoin de financement de 83 Mds € (qui inclut les mesures Covid-19) en 2020.*

👉 France : pour soutenir l'économie et permettre une reprise future, l'État paiera

Au cours de la dernière semaine, les commerces non indispensables ont fermé en France et les Français ont été appelés à limiter drastiquement leurs déplacements afin d'endiguer la propagation du coronavirus. Désormais en confinement, au même titre que l'Italie et l'Espagne, la France s'organise et les mesures de soutien à l'économie se précisent pour éviter que les impacts négatifs de l'épidémie de Covid-19 ne soient trop importants et durables.

En plus des annonces de la semaine dernière (hausse des garanties de BPI France, facilitation du recours au chômage partiel, création d'un fonds de solidarité pour les commerçants et indépendants, reports des charges sociales et des impôts dus par les entreprises et les indépendants), l'État a annoncé une enveloppe de 300 milliards d'euros de garanties des prêts bancaires pour que les banques continuent d'octroyer du crédit notamment aux PME malgré l'incertitude économique actuelle. BPI France a également annoncé mobiliser les factures dues aux entreprises et octroyer un crédit de trésorerie représentant 30% du volume des factures mobilisées. Nous avons également appris que les parents pouvaient obtenir un arrêt de travail indemnisé à hauteur de 90% de leur salaire net pour

garder leurs enfants pendant la période de fermeture des écoles. Les dépenses d'assurance maladie seront également rehaussées d'environ 2 milliards d'euros. L'État a en outre négocié avec les fournisseurs d'eau, de gaz et d'électricité la suspension des factures à destination des entreprises et a appelé les bailleurs à en faire de même pour les loyers.

Au total, les mesures annoncées coûteraient autour de 45 milliards d'euros, soit environ 2 points de PIB, et permettraient en premier lieu d'apporter un soutien à la trésorerie des entreprises (notamment celles directement touchées par les mesures de fermeture, telles que les restaurants, les commerces...) via la suspension de leurs factures, loyers, cotisations sociales et impôts et par la mobilisation de liquidités (garanties bancaires de l'État et de BPI France). De plus, les banques acceptent de repousser jusqu'à six mois le remboursement des crédits bancaires. Un accent est également mis sur la protection de l'emploi avec les conditions favorables de recours au chômage partiel qui sera remboursé à 100% aux entreprises pour un coût estimé à 5,5 milliards d'euros sur une période de deux mois.

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

✓ Notre opinion – Si ces mesures ne permettront pas d'empêcher une importante contraction de l'activité économique en 2020 en France, en particulier au deuxième trimestre, elles feront néanmoins office de filet de sécurité pour les entreprises et les travailleurs, et devraient permettre de préserver les fondations nécessaires à une reprise de l'activité une fois la crise sanitaire passée.

En effet, l'État offre les garanties nécessaires pour que les banques continuent à octroyer des crédits sans craindre qu'une accumulation de prêts non performants ait un impact trop négatif sur leur bilan. Il permet également aux entreprises de limiter leurs coûts pendant une période où leur chiffre d'affaires est drastiquement réduit. Enfin, il rassure les salariés qui malgré une baisse de revenu (le salaire en période

de chômage partiel s'élève à 70% du salaire brut, soit environ 84% du salaire net) gardent un pied dans leur entreprise et peuvent continuer à anticiper un flux stable de revenu futur.

Ces mesures protègent à la fois l'offre (en soutenant les entreprises) et la demande en limitant la hausse du chômage et la perte de revenu des ménages. Les conditions pour une reprise de la production et de la consommation à la fin des mesures de confinement semblent ainsi protégées. Protéger le consommateur est d'ailleurs primordial dans une économie où la consommation des ménages compte pour 52% du PIB.

Du côté budgétaire, la rigueur des règles européennes a été clairement mise de côté. Avec l'appui de la Commission européenne, les pays européens, et même l'Allemagne, lancent tour à tour des mesures de soutien à leurs économies respectives. En France, l'ensemble des mesures coûterait ainsi autour de 45 milliards d'euros. Si l'État prévoit qu'une bonne partie du report des impôts et des charges seront payés avant la fin de l'année et table ainsi sur un déficit à 3,9% du PIB en 2020 : le déficit pourrait facilement dépasser les 5% du PIB cette année. La dette publique passera quant à elle allègrement au-dessus des 100% du produit intérieur brut.

De plus, alors que les cessations temporaires d'activité ne concernent que certains secteurs, l'impact de l'épidémie sur l'économie sera bien plus général. Dans l'industrie, certains constructeurs automobiles annoncent déjà des fermetures d'usines. Des effets indirects se feront sentir dans l'ensemble des secteurs de l'économie : via des problèmes d'approvisionnement dans l'industrie, via une baisse de l'offre de travail liée aux mesures de confinement et à la fermeture des écoles, via une baisse de la demande en service aux entreprises suite aux fermetures, une forte baisse de la demande des ménages, etc.

Italie : « Cura Italia » 25 Mds € pour les ménages et les entreprises

Le 17 mars, le Conseil des ministres a approuvé le texte du décret « *Cura Italia* » un paquet de mesures de soutien aux entreprises et aux ménages pour faire face à l'arrêt des activités économiques déclenché par l'épidémie de COVID et les mesures de confinement.

Le texte s'articule autour de quatre axes principaux : des dépenses de santé, des mesures de soutien à l'emploi, du soutien financier aux entreprises et aux ménages via le système bancaire et d'une suspension des versements d'impôt, cotisations et d'autres mesures fiscales.

Le volet des dépenses de santé prévoit un budget de 3,2 Mds €. Il vise l'augmentation du nombre de lits dans les hôpitaux publics, la mise à disposition du personnel de santé, des locaux et des équipements par les établissements privés (340 M €), l'augmentation du Fonds d'urgence national (1,65 Md €) ainsi que 20 000 embauches, déjà approuvées, pour le système national de santé. Les montants alloués permettent aussi le paiement des heures supplémentaires pour les travailleurs de la santé (150 M €) et la possibilité pour les préfets d'ordonner la réquisition d'hôtels ou d'autres bâtiments de caractéristiques similaires pour héberger des personnes sous surveillance sanitaire (150 M €). Les services militaires de santé sont aussi renforcés. Les mesures prévoient aussi la possibilité de maintenir en service le personnel du système de santé qui pourrait prétendre à la retraite et de permettre l'exercice temporaire sur le territoire national aux diplômés étrangers.

Environ 10,4 Mds € seront déployés pour soutenir les ménages, les entreprises et l'emploi. Le dispositif de chômage partiel « *cassa integrazione guadagni* » est étendu à l'ensemble des salariés du territoire

national, indépendamment de la branche d'activité et les employeurs, y compris les entreprises de moins de cinq salariés, qui suspendent ou réduisent leur activité en raison de l'urgence épidémiologique, peuvent y recourir pour une durée maximale de neuf semaines. Une allocation de 600 € pour les travailleurs indépendants (non imposable, et destinée à 5 millions d'individus) est créée ainsi qu'un « Fonds de dernier secours » (300 M €) pour le reste des indépendants. La période de quarantaine, déjà reconnue sous forme de congé maladie pour le secteur public, le sera aussi pour le privé. Quinze jours de congés supplémentaires (rémunérés sur une base de 50%) sont prévus pour les parents (dont les enfants sont âgés de moins de 12 ans ou en situation de handicap) ou, en alternative, une allocation pour garde d'enfant est versée dans la limite de 600 euros par mois (1 000 euros pour le personnel de santé et de police). Des mesures de soutien au niveau sectoriel concernant le transport aérien (versement de compensations pour les entreprises du secteur qui remplissent des obligations de service public) sont adoptées. Un fonds de soutien aux activités agricoles, alimentaires et forestières est créé pour couvrir les intérêts à payer sur les prêts bancaires.

Le troisième volet : la continuité de l'octroi du crédit. 340 Mds € pourraient être mobilisés, d'après les déclarations du ministre de l'Économie, R. Gualtieri. Parmi les mesures de soutien plus significatives, nous trouvons : un moratoire sur les prêts aux microentreprises et aux PME (couvrant les hypothèques, le crédit-bail, les facilités de crédit et les prêts à court terme) ; le renforcement du fonds central de garantie pour les petites et moyennes entreprises, y compris pour la renégociation des prêts existants ; l'extension automatique de la

garantie en cas de moratoire ou de suspension du financement lié à l'urgence coronavirus ; la possibilité de combiner la garantie du Fonds avec d'autres formes de garanties acquises pour des transactions d'un montant et d'une durée significatifs dans le secteur du tourisme, de l'hôtellerie et de l'immobilier ; extension de la limite d'octroi de la garantie de 2,5 millions d'euros à 5 millions d'euros ; faciliter l'octroi de garanties de financement aux travailleurs indépendants, simplification de l'utilisation du Fonds pour les primo-accédant.

Le gouvernement prévoit aussi l'introduction d'un mécanisme de garantie pour les banques, permettant d'étendre le crédit également aux moyennes et grandes entreprises touchées par la crise ; incitation au transfert des créances douteuses par la conversion des actifs d'impôts différés (DTA) en crédits d'impôts pour les entreprises financières et industrielles.

Finalement, en matière de soutien fiscal, le décret prévoit plusieurs mesures de report des versements fiscaux. Pour les secteurs les plus concernés par la

crise (récréation, restauration, transport, hôtellerie, tourisme), il est prévu la suspension, sans limitation de chiffre d'affaires, des versements des cotisations de Sécurité sociale et de l'assurance obligatoire pour les mois de mars et d'avril, ainsi que du paiement de la TVA du mois de mars.

Pour les contribuables dont le chiffre d'affaires ne dépasse pas les 2 M €, il est prévu la suspension du paiement des impôts et des cotisations ; pour les contribuables qui dépassent ce montant, le délai pour les paiements dus aux administrations publiques est reporté au 20 mars.

Pour les professionnels dont les revenus ou les rémunérations ne dépassent pas 400 000 euros, la fiscalité à la source n'est pas appliquée en mars et avril. Pour les loyers commerciaux, un crédit d'impôt égal à 60% du loyer du mois de mars est prévu. Les salariés qui doivent poursuivre leur activité ne sont pas oubliés : ils reçoivent 100 euros de prime en mars si leur revenu annuel brut ne dépasse pas 40 000 euros

✓ Notre opinion – Avec 33 190 cas positifs au 19 mars, l'Italie est le pays européen le plus touché par le COVID-19. La batterie de mesures adoptées par le gouvernement est une première réponse, de nouvelles mesures pourraient suivre en matière de soutien fiscal, dans un contexte où l'isolement pourrait être prolongé. En 2019, le déficit attendu à 2,2% du PIB a été de 1,6%. Compte tenu du ralentissement de l'activité (le déficit devrait se dégrader de 1%) et des mesures de soutien (25Mds €, soit 1,4% du PIB), le déficit pourrait augmenter jusqu'à 4% du PIB en 2020.

Allemagne : la crise sanitaire a eu raison du dogme budgétaire allemand

Le pays est passé cette semaine à une nouvelle étape dans la gestion de la crise du Coronavirus en généralisant les mesures de confinement à l'ensemble des Länder : fermeture des écoles, des commerces non indispensables, des lieux de cultes, des espaces sportifs et aires de jeux, des bars et des cinémas et en instaurant la fermeture temporaire de ses frontières. Pour faire face aux conséquences économiques de cette mise à l'arrêt forcée d'une grande partie de l'activité du pays, le gouvernement a dévoilé un plan de soutien visant à limiter ses impacts. **Ce plan intitulé « bouclier de protection pour les salariés et les entreprises » s'articule autour de quatre axes.**

Le premier vise à faciliter les procédures de recours et d'indemnisations du chômage partiel. Il établit pour le salarié un remboursement à hauteur de 60% du salaire perdu, qui sera versé par l'Agence fédérale pour l'emploi. Cette mesure s'étend également aux travailleurs à temps partiel et temporaires, ce qui est inédit. Les employeurs peuvent bénéficier des mesures d'indemnités dès lors que 10% des salariés sont inscrits au chômage partiel, contre 30% auparavant. Ils pourront ainsi compter sur un remboursement complet des cotisations de Sécurité sociale contre 50% seulement avant.

Le deuxième volet concerne les aides fiscales accordées aux entreprises. Il permet notamment à celles qui sont en difficulté de pouvoir reporter leurs échéances de paiement d'impôt. Il intègre également la possibilité de rééchelonner ses versements en fonction des revenus d'activité perçus durant l'année, lorsque ceux-ci sont moindres par rapport à l'année passée. Enfin, des exemptions de pénalités de retard sont accordées jusqu'à la fin de l'année 2020 pour les personnes atteintes du Coronavirus.

Le troisième pilier de ce plan est axé sur l'aide à la liquidité fournie aux entreprises. Il se fonde sur l'élargissement des conditions de prêts accordés par la banque publique d'investissement (KfW) aux entreprises en fonction de la taille de leur chiffre d'affaires. Cet organisme centralisera la totalité des aides à la liquidité émanant des banques commerciales et des caisses d'épargne, et les prêts accordés bénéficieront d'une garantie du gouvernement fédéral pouvant aller jusqu'à 553 Mds €. Ce soutien assure une liquidité illimitée aux entreprises et a pour but d'éviter un grand nombre de faillites.

Pour l'heure, le gouvernement allemand est encore à pied d'œuvre pour finaliser un plan de sauvetage des entreprises. Il prévoit une aide de 40 Mds € pour

les entrepreneurs individuels et les petites entreprises (fonds de solidarité). Dix milliards seraient accordés sous forme de subventions directes et les 30 Mds € restants sous forme de prêts. Le coût de l'ensemble de ces dernières mesures n'est pour l'instant pas chiffré par le gouvernement allemand, mais on peut estimer qu'à elles seules les mesures de mise au chômage partiel pourraient coûter près de 15 Mds € aux finances publiques. Par ailleurs, une avance de 1 Md € pour renforcer l'équipement médical dans les hôpitaux a déjà été débloquée.

Au total, ces mesures représenteraient près de 56 Mds €, soit 1,6% du PIB. L'excédent budgétaire de 2019 était de 0,8 point de PIB et le solde en 2020 était attendu au même niveau avant l'épidémie, mais la détérioration attendue du cycle devrait mécaniquement rogner 0,4 point de PIB sur le solde budgétaire de 2020. Avec les mesures annoncées, le solde budgétaire allemand passera inévitablement en territoire négatif.

✓ Notre opinion – Ces mesures sont jugées à la hauteur de l'enjeu et s'inscrivent dans une logique de coordination des politiques budgétaires au sein de la zone euro. Elles visent dans un premier temps à éviter l'effondrement du tissu productif du pays et à préserver l'emploi au maximum. Elles n'intègrent pas un grand plan de relance, elles parent tout au plus à l'urgence. Toutefois, l'expérience de la crise de 2008 a montré que l'Allemagne savait faire preuve de pragmatisme pour surmonter les épreuves (en adoptant un plan de relance à hauteur de deux points de PIB à l'époque) et il est vraisemblable de croire que le gouvernement poursuivra dans cette voie, autant que nécessaire, afin de surmonter cette nouvelle crise.

Allemagne : les premiers éléments d'une contraction annoncée

L'indice du moral des investisseurs allemands a chuté de plus de 58 points au mois de mars pour atteindre -49,5 points. Il s'agit de son plus bas niveau depuis décembre 2011 et matérialise le retournement conjoncturel lié à l'épidémie de Coronavirus. L'ensemble des sous-indices sectoriels sont impactés par cet effondrement des anticipations d'activité. Cependant, l'ampleur des chocs semblent néanmoins dissocier certaines activités. Le secteur automobile, déjà fortement affecté par la baisse d'activité depuis plus d'un an et demi, accuse un moindre recul des anticipations (-15 points), tout

comme l'industrie pharmaceutique (-26 points), tandis que les secteurs bancaires et les assurances sont plus fortement fragilisés avec des pertes de confiance respectives de 42 et 46 points. Les services, qui jusqu'ici ont été relativement épargnés par la faiblesse de la demande, ont accusé la plus importante baisse de tous les secteurs, laissant présager une très forte dégradation de l'activité générale à très court terme. Les secteurs des télécommunications et des nouvelles technologies ont, pour leur part, été peu concernés par cette baisse de la confiance des investisseurs.

✓ Notre opinion – Le moral des investisseurs allemands atteint un premier point bas annonciateur de la dégradation de l'activité économique du pays. Il s'agit d'un premier indice de l'ampleur du choc attendu sur les différents secteurs. Avec les mesures de confinement généralisées à plusieurs pays de l'Union, les chocs de demande et d'offre risquent de se démultiplier, accentuant un peu plus la récession dans la zone.

Espagne : le deuxième pays le plus touché par l'épidémie de Coronavirus

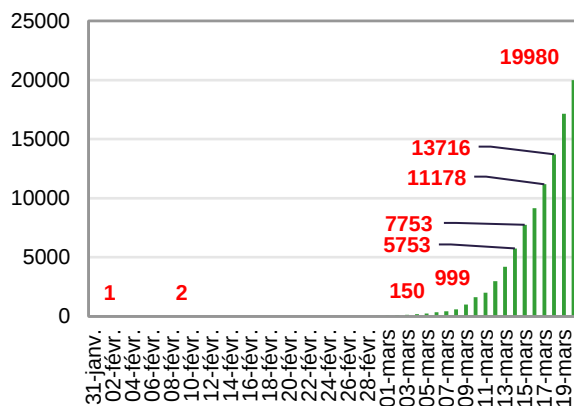
La situation en Espagne continue de se détériorer malgré les mesures de confinement. **Le bilan de l'épidémie ce vendredi 20 mars s'établit à 19 980 personnes contaminées et la barre des 1 000 décès a été franchie. Le pays se situe encore dans la phase d'expansion de l'épidémie avec une croissance du nombre de cas de 25% en moyenne depuis la mise en place de l'état d'urgence sanitaire.** Pour le moment, la région de Madrid reste la plus touchée avec plus de 38% de cas recensés et un taux de contagion élevé (84 sur 100 000 habitants). Elle est suivie de près par la Catalogne (18%) et le Pays Basque (7%), mais l'épidémie gagne du terrain dans les autres communautés autonomes. La Rioja, faiblement

peuplée, enregistre le taux de contagion le plus élevé avec 132 cas pour 100 000.

Afin de contrer la propagation du virus au sein de la population espagnole, **Pedro Sanchez a décrété l'état d'urgence sanitaire pour une durée de 15 jours. Il impose un confinement strict de la population** avec une restriction de la circulation des personnes hors motif de nécessité (achat de denrées alimentaires, assistance des services de santé et des personnes vulnérables et impératif professionnel), la suspension des activités scolaires et de formation, la fermeture des établissements de ventes au détail hors ceux destinés aux produits de première nécessité, la fermeture des lieux publics (musées, archives, bibliothèques, monuments), la

suspension des activités d'hôtellerie et de restauration sauf les services de livraison à domicile, l'annulation des *verbenas*, des défilés et des fêtes populaires (Semaine Sainte). Le gouvernement a aussi décidé de fermer les frontières – terrestre et maritime – aux non-résidents depuis le 16 mars.

Espagne : Nombre de cas cumulés



Sources : Ministère de la Santé, Crédit Agricole SA

Outre l'état d'urgence, le gouvernement a pris plusieurs dispositions pour assurer la soutenabilité du système de santé. Les communautés autonomes, qui prennent en charge une partie de l'offre de soins, sont à présent en mesure de mobiliser le système de santé privé et de réquisitionner l'ensemble des moyens nécessaires pour faire face à l'afflux de nouveaux malades en mobilisant notamment le personnel médical privé, les étudiants en médecine qui verront leur contrat d'internat prolongé et les lieux pouvant être transformés en lieux de soins. Le gouvernement mobilise également les entreprises et les particuliers qui possèdent ou peuvent fabriquer des matériaux tels que des équipements de diagnostic, des masques de protection, des gants et d'autres produits médicaux et pharmacologiques. En amont, une enveloppe de 3,8 Mds € avait déjà été allouée le 12 mars aux dépenses de santé en vue de répondre à la crise sanitaire et 30 millions d'euros ont été destinés à la recherche contre le Covid-19.

En réponse aux répercussions économiques de l'épidémie, **le chef du gouvernement, avec le soutien d'une grande partie de la classe politique, a présenté un plan de sauvetage économique de 200 Mds € (soit 20% du PIB)** s'articulant autour de deux grands axes : la protection des personnes les plus vulnérables et la préservation du tissu productif.

Les mesures visant à préserver le tissu productif comprennent une ligne de garanties du secteur public pouvant atteindre 100 milliards d'euros, qui pourrait être complétée par 50 à 200 millions d'euros de fonds provenant du secteur privé. Elle permettrait de couvrir à la fois les renouvellements de prêts et les nouveaux financements des établissements de crédit, garantissant ainsi les besoins en liquidités des entreprises.

De même, **l'Instituto de Crédito Oficial devrait être doté d'une capacité d'emprunt nette de 10 milliards d'euros, afin de fournir immédiatement des liquidités supplémentaires aux entreprises, en particulier aux PME et aux indépendants.** Cette injection de liquidités par le biais des garanties de l'ICO devrait s'ajouter aux 2 Mds € de lignes de financement destinées aux entreprises exportatrices et aux 14 Mds € de liquidités qui émanent du report d'impôts en faveur des PME et des indépendants approuvés par le Trésor le 12 mars. L'institut accompagnera également la digitalisation accélérée des PME avec l'achat notamment de matériel informatique afin de faciliter le télétravail dans les structures non dotées.

Afin de préserver les emplois, **le gouvernement devrait faciliter le traitement des dossiers de réglementation du travail temporaire (ERTE)** et procédera à un assouplissement de la réglementation qui permettra aux salariés de percevoir des allocations de chômage sans consommer les droits aux allocations déjà accumulés. **Le projet prévoit une exonération de 75% des cotisations de sécurité sociale pour les entreprises, portée à 100% pour les entreprises de moins de 50 salariés, à condition qu'elles s'engagent à maintenir l'emploi.**

L'impératif de protection des personnes a été largement souligné par le gouvernement de Pedro Sanchez qui ne souhaite pas tomber dans l'écueil de la crise de 2008. Le décret inclut ainsi un **moratoire sur le paiement des hypothèques sur les résidences principales des travailleurs et des indépendants en situation de vulnérabilité économique** et des personnes touchées par le Covid-19. De même, le gouvernement garantit aux populations jugées vulnérables la fourniture de l'ensemble des services essentiels en interdisant les coupures de l'approvisionnement de base (eau, électricité et gaz).

☑ Notre opinion – La situation de crise sanitaire a fait émerger un consensus dans la classe politique espagnole. Le Parti populaire, non sans exprimer son désaccord sur certaines dispositions prises par Pedro Sanchez, s'est dit prêt à appuyer l'action du gouvernement tandis que Ciudadanos a, dès le 12 mars, confirmé son appui à la coalition. Des tensions commencent à apparaître cependant entre le gouvernement et les communautés autonomes, notamment à Madrid et en Catalogne, qui restent en première ligne dans la gestion de la crise.

Les mesures de confinement et les fermetures des réseaux de distribution, de l'hôtellerie et de la restauration devraient fortement pénaliser une économie dans laquelle les services pèsent plus de 70% du

PIB. Le paquet de mesures sociales et économiques annoncé le 17 mars vise principalement la préservation du tissu économique et social espagnol en mettant l'accent sur les personnes et les entreprises les plus vulnérables. Il devrait être suivi par des mesures de relance, une fois la crise sanitaire écartée.

À mesure que la situation évolue, ces premières mesures pourraient se montrer insuffisantes. Depuis le début de la semaine, les annonces de fermeture d'usines et de mise en chômage partiel se multiplient notamment dans les grands groupes espagnols. Inditex a annoncé un plan de chômage partiel qui devrait toucher 25 000 salariés à partir d'avril, Iberia (14 000 personnes), H&M (6 000 personnes) et Nissan (3 500).

La question de la liquidité va également être cruciale et testera la résistance du système bancaire espagnol. Les banques ont exprimé leurs inquiétudes et souhaiteraient que les crédits soient garantis à hauteur de 80% par l'État. L'exécutif semble seulement disposé à couvrir avec ce pourcentage les crédits pour les dépenses courantes (salaires, loyers, électricité), et à appliquer 50% pour refinancer les prêts déjà accordés. Le gouvernement a fait savoir aux banques qu'il ne disposait pas des mêmes moyens que ceux mis en place en Allemagne et au Royaume-Uni.

La question des moyens va finir par se poser. Les marges de manœuvre budgétaires espagnoles restent contraintes par rapport à celles de la France et de l'Allemagne. Avant même le déclenchement de l'épidémie, le budget espagnol présentait un déficit de 2% et un solde structurel négatif de 3% tandis que la dette publique se stabilisait autour de 97% du PIB. Les mesures de soutien devraient augmenter le déficit public de 3 points de PIB, sans compter les mesures de garantie.

Alors que le pays pourra difficilement éviter une récession, la question n'est plus tant l'absorption par l'État des mesures actuelles mais sa capacité d'action future si les mesures d'urgence s'avèrent insuffisantes. Les annonces de la BCE sont venues soulager l'exécutif espagnol et devraient assurer la liquidité du financement de l'État sur les marchés mais l'Espagne, deuxième pays le plus touché en Europe par l'épidémie, n'est pas à l'abri d'une discrimination des investisseurs comme cela fut le cas en 2008.

Royaume-Uni

Royaume-Uni : « Whatever it takes »

Cette semaine, les autorités britanniques ont fait la promesse de prendre toutes les mesures nécessaires à travers leur plan d'action « complet, coordonné et cohérent », quoi que cela puisse coûter, afin de minimiser l'impact de l'épidémie du coronavirus sur les entreprises et les emplois. Dans un discours du 17 mars, le Chancelier de l'Echiquier a prononcé à six reprises les mots « *whatever it takes* » martelant qu'il ferait tout le nécessaire pour aider l'économie à traverser le choc lié à l'épidémie. Agissant de manière synchronisée avec la Banque centrale d'Angleterre (BoE), les mesures annoncées au cours de cette semaine incluent notamment l'annonce par le gouvernement de la création d'un fonds de prêts garantis par l'Etat pour soutenir les entreprises d'un montant initial de 330 milliards de livres, soit 15% du PIB, et qui peut être augmenté si nécessaire. Il fonctionnera à travers le lancement de deux facilités de financement :

- *The Covid-19 Corporate Financing Facility* ou CCFF qui servira à l'achat de titres d'entreprises par le biais de la BoE afin de les aider à payer les salaires, les loyers et les prestataires en cas de très probables manques de liquidités liés à l'épidémie ;
- Une hausse de la facilité de prêts aux petites et moyennes entreprises annoncée dans le Budget la semaine dernière. Elle sera portée à 5 millions de livres au lieu de 1,2 million de livres initialement.

Le gouvernement a également annoncé des mesures spécifiques pour les entreprises dans les secteurs les plus touchés tels que la distribution, l'hôtellerie et les loisirs. Elles comprennent un moratoire d'un an sur le paiement de l'impôt sur les sociétés pour toutes les entreprises dans ces secteurs, ainsi que des subventions pouvant aller jusqu'à 25 000 livres par entreprise ayant une base imposable inférieure à 51 000 livres. Ce plan de baisses des impôts et de subventions s'élèverait à « plus de 20 milliards de livres » pour l'année fiscale en cours, et vient s'ajouter au plan annoncé la semaine dernière qui s'élevait à 30 milliards de livres d'aides aux entreprises.

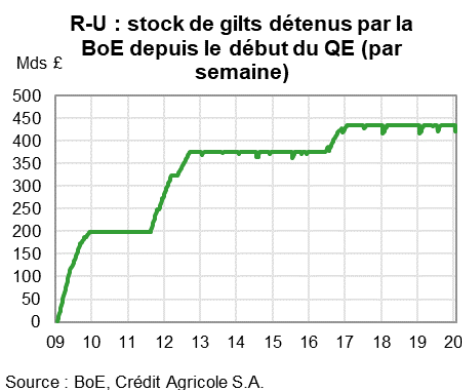
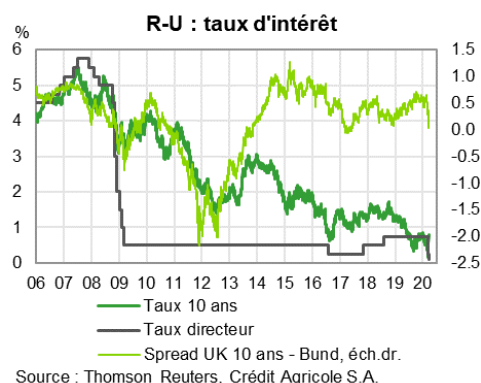
Par ailleurs, les municipalités en Angleterre seront entièrement indemnisées pour les coûts subis, et les administrations décentralisées au Pays de Galles, en Ecosse et en Irlande du Nord vont recevoir au moins 3,5 milliards de livres de financement supplémentaires.

Le gouvernement a également annoncé trois mois de suspension des remboursements des emprunts hypothécaires pour les personnes atteintes du coronavirus.

Et ce n'est que le début. Le gouvernement prépare la mise en place d'autres mesures dans les jours à venir. Il envisage notamment un plan spécifique pour les aéroports et les compagnies aériennes, ainsi que de nouvelles formes de soutien d'urgence à l'emploi en discussion avec les syndicats et les groupes d'entreprise.

Lors d'une réunion d'urgence le 19 mars dernier, la deuxième en moins de dix jours, la BoE a réduit son taux directeur de 15 points de base à 0,1% et relancé son programme d'achats de titres d'Etat et de titres d'entreprises (le programme d'assouplissement quantitatif) en le portant à 645 milliards de livres (soit près de 30% du PIB), contre 445 milliards actuellement (435 milliards en titres d'Etat et 10 milliards de livres en titres d'entreprises). La BoE a aussi décidé d'élargir son TFSLE, la facilité de financement aux petites et moyennes entreprises lancée le 11 mars dernier. Les décisions ont été prises à l'unanimité. La majorité des titres achetés dans le cadre du programme d'assouplissement quantitatif porteront sur des titres d'Etat.

Le taux directeur a donc atteint un nouveau point bas record historique. Le taux de base avait été porté à 0,50% en 2009 et maintenu à ce niveau-là jusqu'en août 2016, lorsque le résultat du référendum du Brexit avait conduit la BoE à le réduire à 0,25%.



✓ **Notre opinion** – Il s'agit de l'action de conduite de la politique monétaire la plus ambitieuse que la BoE ait entreprise dans son histoire. Le taux directeur a atteint ce que l'institution considère depuis plusieurs années comme son plancher et le programme d'achats d'actifs supplémentaires dépasse de loin les montants d'achats qui ont été mis en œuvre au moment de la crise de 2008. Par ailleurs, le Gouverneur du Comité de politique monétaire, Andrew Bailey, a déclaré mercredi que la BoE était prête à injecter des quantités illimitées de liquidité dans l'économie à travers ces nouvelles facilités de financement aux entreprises et pourrait agir davantage si le gouvernement le jugeait nécessaire. L'objectif des mesures est évidemment d'éviter que l'impact de l'épidémie ne transforme le choc temporaire en une destruction pérenne des capacités de production. Les mesures prises visent à aider les entreprises à rester viables et à ne pas supprimer des emplois, et à assurer une reprise rapide après la fin de l'épidémie. La livre s'est fortement dépréciée sur la semaine perdant plus de 6% contre le dollar (et plus de 12% depuis le pic atteint il y a dix jours), mais la BoE n'envisage pas d'interventions sur les marchés des changes.

Le plan de soutien à l'économie réelle, aussi audacieux soit-il, n'empêchera pas l'économie britannique de tomber en récession cette année, tout comme d'autres pays à travers le monde. Il est évidemment difficile de faire des prévisions étant donné le manque de visibilité sur la durée de l'épidémie. De plus, nous ne disposons d'aucune donnée dure au-delà du mois de janvier. Néanmoins, on peut d'ores et déjà affirmer que la fermeture de pans entiers de l'économie avec des usines à l'arrêt et l'effondrement de l'activité dans les services, notamment dans la grande distribution, l'hôtellerie et les loisirs, suggère que la chute du PIB sera considérable. Le plus gros de l'impact sur l'activité devrait se situer au deuxième trimestre. L'activité pourrait alors se contracter d'environ 3% en variation trimestrielle. La chute de l'activité serait ainsi plus importante que la plus forte baisse trimestrielle enregistrée lors de la crise de 2008 (-2,1% au quatrième trimestre 2008, T4/T3). L'effondrement des bourses rajoute des risques baissiers significatifs en raison des effets de richesse négatifs qu'il implique pour la consommation des ménages et l'investissement. L'ampleur du choc pourrait donc être beaucoup plus significatif. A ce titre, il est intéressant de noter que l'ancien membre du Comité de politique monétaire Andrew Sentance a déclaré cette semaine s'attendre à une baisse de 2 à 5% du PIB au deuxième trimestre après une baisse plus contenue du PIB au premier trimestre. Sur l'ensemble de l'année, nous pensons qu'il est fort probable que l'économie britannique se contracte d'au moins 1% en faisant les hypothèses optimistes d'une maîtrise de l'épidémie d'ici l'été et d'une reprise de la croissance à partir du troisième trimestre. Cela suppose également qu'il n'y ait pas d'effets de contagion de la sphère réelle vers le secteur bancaire grâce au pare-feu du gouvernement et de la banque centrale (limitation des faillites d'entreprises et du chômage).

Pays émergents

Plusieurs crises se déroulent en même temps et les pays émergents y réagissent en fonction de leurs singularités : la crise liée au virus, la crise financière, la crise des changes, la crise économique qui commence juste à se profiler et la crise sociale qui peut suivre. Impossible de faire la liste des risques par pays – tous sont touchés – ou d'inscrire des prévisions stables. Mais essayons de **catégoriser, au-delà de l'effet Covid-19 lui-même, les types de chocs subis, les canaux de transmission et l'impact selon les structures économiques existantes.**

Superflu également de produire des grilles de vulnérabilité chiffrées, qui seront fausses, car les enchaînements sont trop complexes. Cela a été le cas face à la première phase chinoise du choc, pendant laquelle ce type d'études pointaient Taïwan, ou Singapour comme étant les plus à risques. Or, ce sont justement les pays qui ont bien résisté à ce jour (mais dorénavant confrontés à une seconde vague). La seule chose qui semble certaine, dans le monde émergent, **c'est que cette crise va accroître la disparité entre les pays, et donc les effets de discrimination des investisseurs** : les plus pauvres et ceux qui connaissaient déjà des déséquilibres macro-économiques, politiques et/ou sociaux seront, à terme, les plus affectés, et risquent même de connaître un vrai recul en termes de développement ou, en tout cas, une phase de décollage qui peut être cassée (ce que l'on appelle les « pays frontières », pays intermédiaires en train de passer un cap de développement).

D'ici quelques mois, il faudra donc examiner les pays un à un pour mesurer ce qui ressort de dommages structurels (économiques et politiques) ou bien plutôt conjoncturels (susceptible de rebond). Par ailleurs, comme ailleurs, le monde émergent se tourne vers les Etats pour trouver les réponses à la crise et c'est la résistance (économique et politique) de ces derniers qui va être testée.

A court terme, plusieurs types de chocs agissent en même temps

- 1) **Le risque direct virus et l'impact d'une quarantaine.** Cela ampute immédiatement le PIB mais, selon son succès, sa rapidité et son étendue, cela préserve aussi une partie de l'outil économique et sans doute aussi la possibilité d'une reprise de la demande interne plus rapide. Méthode chinoise.
- 2) **Le risque économique indirect via le tarissement des flux touristiques.** Il est violent pour la plupart des pays ayant une part importante de tourisme dans le PIB. Pour les pays moins développés, comme la Thaïlande, le choc va être plus fort et sans doute plus dans la durée.
- 3) **Le risque indirect lié au contrôle ou à la fermeture des frontières : il est puissant et multiple, et renvoie à l'intégration des pays dans la mondialisation, en termes d'offre et de demande.** Il frappe directement les modèles économiques des pays très ouverts. Pour les pays les plus développés d'Asie, la question va se poser à cause de la deuxième vague d'infections venue d'Europe, et cela est un second choc pour le *shipping*, le tourisme ou l'aérien. Mais la zone Asie peut aussi compenser cette perte de flux en se repliant sur elle-même et autour de la croissance chinoise qui va reprendre plus vite qu'ailleurs (et les touristes chinois seront peut-être les bienvenus un jour à Hong Kong...) De plus, certains secteurs sortent vite leur épingle du jeu, et cela peut bénéficier rapidement à l'Asie (IT, technologie etc.). En Europe centrale ou dans les Pays baltes, la question des frontières peut faire de l'approvisionnement en biens de première nécessité un sujet.
- 4) **Le risque de choc de matières premières, pétrole en tête, mais aussi toutes les autres.** Cela touche à la fois le Moyen-Orient, l'Amérique latine (pays à fort taux d'ouverture et forte part des matières premières dans leurs exportations), l'Afrique ou la zone Russie / Asie centrale, sans oublier les pays d'Asie producteurs comme l'Indonésie, ou la Mongolie pour le cuivre. **Cela se matérialise par un risque de change, voire de liquidité, ou de solvabilité.**
- 5) **Le risque de choc de change, via la recherche de liquidité et de « safe heaven ».** Cela touche en premier lieu les pays « usual suspects » en fragilité de compte courant ou de dette externe (Turquie, Afrique du Sud...), mais aussi des pays plus sains où les investisseurs cherchent de la liquidité (Corée...). On a en fait assisté la semaine dernière à un retour de la « catégorie pays émergents » pour des investisseurs à la recherche de dollars et cela, sans rapport évident avec le niveau de développement des pays.
- 6) **Les risques de moyen terme liés à la récession qui s'annonce dans les pays développés et qui touchera la demande des pays émergents et les flux d'investissements.** Mais n'oublions pas que si la Chine « sort » la première, même avec une croissance très faible, la zone Asie en bénéficiera.

Face à ces chocs, plusieurs critères (et beaucoup d'autres encore...) vont être déterminants pour mesurer l'exposition au choc des pays émergents et leur capacité de résistance :

- 1) **Le niveau de développement**, car les pays les plus pauvres seront les plus touchés. Seule réserve : dans un contexte de peur de rupture d'approvisionnement, les prix alimentaires vont augmenter et

cela pourrait aider certains pays producteurs. **Les pays en phase intermédiaire de décollage** peuvent se voir rejeter en arrière dans leur développement, d'autant que ce décollage était appuyé sur une intégration dans la chaîne de valeur mondiale, dont l'avenir va être repensé. Mais on peut aussi supputer que la Chine, si elle se redresse plus vite que les autres, aura une opportunité en or d'accélérer son déploiement dans ces pays. Mais des projets d'infrastructure vont être annulés et les pays en déficit externe vont avoir des difficultés à les financer. Enfin, cette catégorie de pays sera également exposée via son endettement en devises.

- 2) **La taille du pays.** Les pays à forte demande interne comme la Pologne devraient connaître un choc initial lié à la part importante de *retail* dans le PIB, mais ce sera peut-être aussi un atout en phase de redécollage (dans un second temps bien sûr) à condition que l'offre et le crédit suivent. Avec des risques inflationnistes si ce n'est pas le cas.
- 3) **Le degré d'intégration dans les flux mondiaux**, financière et commerciale (à la fois l'ampleur du choc en termes de ressources et de financement – dettes et investissements) devient un point faible alors que c'était un atout en terme de développement. Par ailleurs, l'exposition à un secteur fragile est un risque spécifique (tourisme en Thaïlande, secteur automobile en République tchèque).
- 4) **Les marges de manœuvre de politique économique vont conditionner la capacité de résistance des pays**, selon la taille des dettes et des déficits internes et externes, publics et privés, la qualité initiale du secteur bancaire (faible par exemple en Inde, en Azerbaïdjan, au Kazakhstan) et la liquidité de l'économie et des acteurs systémiques.
- 5) **Les marges de manœuvres politiques et sociales, au final, seront aussi des variables très importantes de la digestion de la crise.**

Chine : que nous dit l'effondrement de la croissance ?

Le PMI l'avait annoncé, les données d'activité l'ont confirmé : l'économie chinoise s'est mise à l'arrêt durant les deux premiers mois de l'année. Pour autant, la chute a été encore plus brutale que ce que prévoyait le consensus, qui tablait sur un effet reprise dès la fin du mois de février. Il n'en est finalement rien, et la reprise devra se confirmer en mars, sous peine de causer des dommages structurels à l'économie. Il incombera au gouvernement de proposer un plan de relance ambitieux et bien ciblé pour initier un rebond encore plus fort que prévu.

Un point sur les données d'activité :

- Côté demande, une chute drastique de la consommation, démarrée dès le mois de janvier, poursuivie en février (-20,5% sur un an sur les deux mois).
- Côté offre, une production industrielle en net repli (-13,5%), mais dans une ampleur moindre que la consommation, ce qui se traduit probablement par du stockage (cela peut ralentir la reprise).
- Même remarque pour les services (-13%), dont la chute est limitée par des effets de compensation (vente en ligne).
- Côté commerce extérieur, les importations ont reculé seulement de 4% (avec des produits qui ont même augmenté, du type viande), les exportations de 17,2%, notamment en raison du blocage de certains ports et de l'interruption de certaines chaînes de production (en particulier dans l'automobile). La baisse limitée des importations est encourageante, pointant le fait que la crise n'a pas stoppé les échanges.

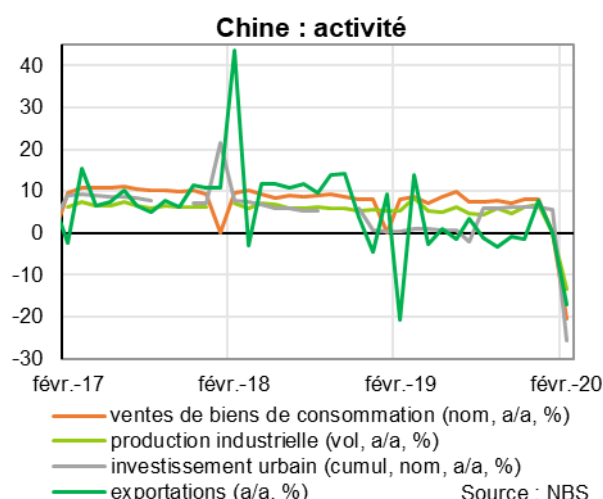
- **Le décrochage le plus sévère est du côté de l'investissement (-24,5%), en particulier dans l'immobilier et les infrastructures.**

Pour la production industrielle, les conséquences nous apparaissent limitées : certes les chaînes de valeur ont été interrompues, certains circuits d'approvisionnement coupés et des usines mises à l'arrêt, mais les entreprises chinoises redémarrent, et pourront accélérer les cadences si besoin. **A ce jour, l'économie chinoise fonctionnerait à 66,3% avec des grandes entreprises tournant à 74,2% de leurs capacités et les PME à 61%.** Les facilités de paiement, les exemptions de taxes et les liquidités promises par l'État devraient fluidifier le processus. Avec un pétrole au plus bas et d'autres pays à leur tour à l'arrêt, des effets de substitution aux importations pourraient stimuler la production intérieure. Mais, pour que ce scénario de reprise se mette en place, il faut que la demande suive, et cela n'est pas encore acquis.

Un impératif : garantir l'emploi pour soutenir la consommation

Bien sûr, les données d'activité sont mauvaises et créent un effet confiance qu'il sera difficile de renverser. Mais elles sont également dues à un choc très atypique, qui empêche les comparaisons avec les cycles classiques de sortie de crise. Pour que la reprise s'enclenche, il est en revanche impératif que l'emploi, et donc la consommation privée – principal moteur de la croissance chinoise – soient préservés. Le Premier ministre chinois ne s'y est pas trompé en affirmant que « *le rythme de croissance n'est pas très important, du moment que le marché de l'emploi est stable* », dans un pays où les PME emploient

80% de la main-d'œuvre. Or, le taux de chômage urbain a déjà augmenté d'un point entre décembre et février (6,2% de la population active), et les créations d'emplois se sont effondrées. L'urgence du plan de relance sera donc de sauver ces PME, qui disposent généralement d'un maximum de trois mois de trésorerie. Plus généralement, les entreprises privées seront la clé de la reprise, à la fois par le canal de l'emploi et donc de la consommation, mais aussi par celui de l'investissement. Le gouvernement et les banques devront donc veiller à appliquer le même traitement à tous, au sein d'un système qui tend à privilégier les entreprises publiques et assimilées.

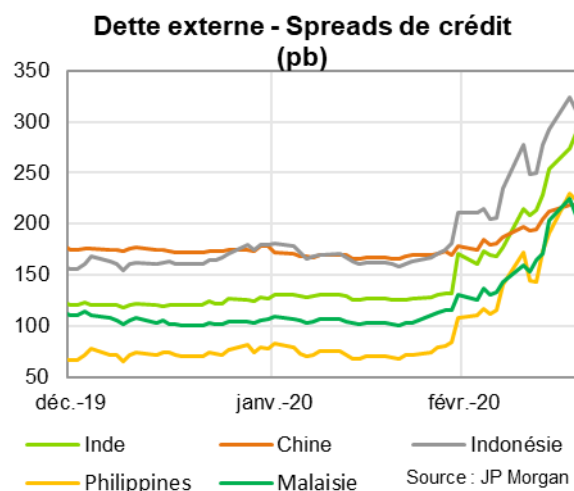


Notre opinion – Il est encore trop tôt pour dresser un bilan de ce que le Covid-19 aura coûté à la Chine en termes d'activité. Trop tôt aussi car le gouvernement, qui attend sûrement que l'épidémie soit totalement éradiquée pour faire les comptes, n'a pas encore déployé entièrement son plan de relance. Ce dernier devra s'attacher en priorité à préserver la santé économique des grandes zones urbaines, qui concentrent plusieurs risques. D'une part, ce sont elles qui ont le plus souffert des mesures de confinement, et de leurs effets sur la consommation. Cela explique les mauvais chiffres de l'emploi, qui doit être maintenu pour garantir la croissance future. D'autre part, elles sont les plus à risque en cas de nouvelle vague de contamination venue de l'extérieur. Ces facteurs ne devront pas être négligés par les autorités chinoises, dans une économie planifiée qui reste plus habituée à se lancer dans de grands travaux d'infrastructures qu'à sauver de petits commerçants.

Asie : l'épidémie fait ressortir les fragilités de certains pays

La crise du coronavirus est susceptible de faire ressortir les fragilités de certains pays, notamment par le biais de leur balance des paiements. Les pays asiatiques sont généralement des pays ouverts, dans lesquels le commerce extérieur tire la croissance.

La Malaisie et la Thaïlande sont les plus exposées au niveau sectoriel, car leur économie repose en plus grande partie sur le tourisme (respectivement 8% et 12% du PIB) et le secteur du gaz et du pétrole (Malaisie seulement, 11% du PIB mais 20% des recettes budgétaires). Les autres pays de la zone, tous importateurs nets de pétrole, devraient au contraire profiter de cet effondrement des prix. Ces deux pays présentaient néanmoins avant le choc des excédents de leurs comptes courants. A ce niveau, c'est l'Indonésie qui apparaît la plus fragilisée, avec son déficit courant de 3,3% du PIB, qui s'ajoute à un déficit budgétaire (2,5% du PIB). Or, dans un contexte d'incertitude et de forte volatilité, ce sont toujours les pays présentant les besoins de financement les plus élevés qui sont les plus affectés. Les marchés ne s'y sont pas trompés, puisque la roupie indonésienne s'est dépréciée de 15% face au dollar depuis janvier, signant la plus mauvaise performance parmi les pays de la zone, tandis que les *spreads* de crédit augmentaient de 150pb sur la même période.



Une bonne nouvelle cependant : les ratios de dette externes sont relativement bas dans ces pays, tout comme les dettes publiques. Cela signifie que les membres de l'ASEAN – à l'exception une nouvelle fois de l'Indonésie – ont un peu de marges de manœuvre pour faire de l'assouplissement budgétaire et mettre en place des plans de relance. Idem au niveau monétaire, où les baisses de taux de la Fed ont dégagé un peu d'espace, même s'il faudra surveiller la progression de l'endettement des ménages, surtout en Thaïlande et en Malaisie, où il atteint déjà 80% du PIB. Enfin, il ne faut pas oublier que ces plans de relance devront être financés, le plus souvent par de nouvelles

émissions obligatoires, et donc bien surveiller les *spreads*, qui ont déjà commencé à se tendre du fait

d'un effet « fuite vers la qualité », typique de ces périodes d'incertitude sur les marchés.

Moyen Orient - Afrique du Nord : double choc, pétrole et Covid

La crise du coronavirus s'étend peu à peu dans la région et la plupart des pays ont fermé leurs frontières aux ressortissants étrangers, tout en autorisant le rapatriement de ceux-ci dans leur pays d'origine. En Algérie, le Hirak vient de suspendre ses manifestations hebdomadaires pour éviter la diffusion du virus.

Maroc et Tunisie sont confrontés à trois risques à court terme. La diffusion interne du virus, d'abord, et des mesures de confinement sont adoptées dans les deux pays. Ensuite, l'impact sur le tourisme, si la crise dure au-delà du printemps (7% à 8% du PIB). Enfin, ces pays peuvent aussi souffrir d'une baisse des revenus des travailleurs à l'étranger liée à la récession qui s'annonce en Europe. Ces revenus représentent environ 6% de leur PIB, et cela aurait un effet très fragilisant sur leurs comptes externes, qui s'ajouterait au choc de la demande mondiale, particulièrement sensible sur les exportations à faible valeur ajoutée. L'Égypte est le pays le plus touché par le virus sur le continent africain. Les trois activités qui rapportent des recettes en devises, les remises des émigrés (10% du PIB), le tourisme et les revenus du canal de Suez, sont vulnérables à l'épidémie ainsi qu'à ses conséquences sur la croissance et le commerce international, déjà en contraction avant la crise.

Dans le Golfe, tous les pays sont confrontés à la crise pétrolière, avec des degrés de résistance différents, Oman étant en tête des pays fragiles. Les Emirats maintiennent leur objectif d'ouverture de l'exposition universelle pour octobre prochain, tandis que l'Arabie qui préside le G20 cette année souhaite une réunion exceptionnelle consacrée à cette crise. Le prix du pétrole oscille entre 26 USD et 36 USD par baril depuis une semaine. Pour l'instant, on ignore à quelle échelle l'Arabie et les Emirats mettront à exécution leur menace d'augmenter massivement leurs productions (jusqu'à deux millions de barils/jour alors que la demande est déjà en baisse) pour alimenter la guerre des prix. Un passage de 10 à 12 millions de barils/jour est envisagé par l'Arabie pour la mi-avril et pourrait faire baisser un peu plus le prix des hydrocarbures. De leur côté, les Banques centrales et les systèmes bancaires s'adaptent également et certains mettent en place, comme dans les Emirats ou à Oman, des mesures de soutien aux PME fragilisées grâce à des aides étatiques exceptionnelles.

Afrique sub-saharienne : attention aux enchaînements de crise en Afrique

La crise du coronavirus frappe encore très peu l'Afrique sub-saharienne mais les premiers cas sont néanmoins recensés dans des pays dont la structure sanitaire, sociale et politique laisse redouter le pire (Burkina...). Les schémas de crise sont toujours les mêmes : les pays les plus endettés et à double déficit sont très vite touchés, car ils n'ont pas de marge de manœuvre de politique économique. Et il va évidemment falloir surveiller les risques de rupture alimentaire dans la région. Néanmoins, la situation européenne a aussi incité ces pays à renforcer très vite leurs mesures de protection par la fermeture des frontières. De même, la fermeture des écoles a été très rapide, en Afrique du Sud par exemple, dès le 18 mars, avec « seulement » 85 cas. Enfin, et c'est terrible à dire, mais la plupart de

ces pays sont déjà habitués à certaines crises sanitaires majeures (de type Ebola), et se préparent donc chacun à leur façon à la propagation du virus. Deuxième choc en Afrique, les pays producteurs de pétrole et de matières premières sont confrontés à la chute des cours (et, plus tard, des volumes) et donc à une très forte contraction de leurs revenus d'exportation. Ils procèdent donc à des ajustements budgétaires et financiers majeurs comme au Nigéria, mais tous les pays n'ont pas la marge de manœuvre budgétaire pour résister à un tel choc, en Afrique du Sud notamment. La dépréciation des monnaies se poursuit donc, notamment sur le rand sud-Africain, le kwanza angolais et un peu moins sur le naira nigérian.

Europe centrale : situations inégales et attention aux ruptures d'approvisionnement

La diffusion du virus est inégale, plus forte en République tchèque, moins forte en Hongrie. La République tchèque, en quarantaine nationale depuis le 16 mars, est également très touchée par la chute du secteur manufacturier, de la filière

automobile, et sera aussi en première ligne face à une récession européenne.

En Pologne, la Chambre de Commerce alerte sur le risque de pénurie d'approvisionnement alimentaire, liée en premier lieu à la fermeture drastique des frontières notamment avec

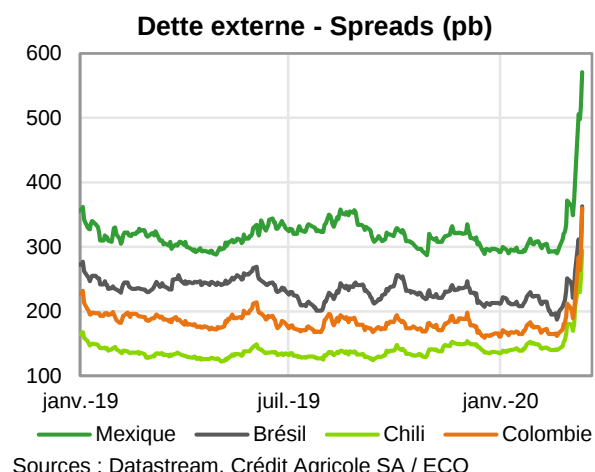
l'Allemagne, ce qui crée des files d'attentes interminables pour les camions de marchandises venus de l'étranger. De plus, le manque de main-d'œuvre à l'intérieur du pays se fait ressentir dans les métiers de la logistique alimentaire et de la grande distribution, car les travailleurs ukrainiens (30% des effectifs de la grande distribution en Pologne) sont en grande partie rentrés chez eux, et la fermeture des écoles oblige également un grand nombre de Polonais à rester à la maison. Le gouvernement a lancé un plan de relance et de soutien à l'économie à hauteur de 9% du PIB.

👉 Amérique latine : tenter d'extraire la « substantifique moelle »

Avant même que n'apparaissent les dommages directement liés au choc sur l'offre et la demande domestiques, en raison du rôle de la Chine (dans les intrants industriels et dans les exportations de matières premières), et du repli des cours des matières premières, les dégâts sur les termes de l'échange tout comme ceux, avérés, sur les taux de change ou les *spreads* sur la dette en dollar promettaient d'être sévères. Suffisamment sévères pour impacter la croissance, insuffisants toutefois pour mettre la solvabilité externe en péril. Des filets de sécurité existent : « *Flexible Credit Line* » auprès du FMI pour le Mexique et la Colombie, mises en place de lignes de swap en USD entre la Fed et les banques centrales brésilienne et mexicaine (60 Mds USD soit le double de celles d'octobre 2008). Ce sont les différentes mesures prises par les pays latino-américains pour lutter contre l'épidémie de coronavirus qui désormais importent¹ : elles sont évidemment très variables selon les pays. Variables selon leur perception du risque sanitaire (élevées en Colombie et au Chili, localisées selon les États au Brésil mais sans réponse nationale, quasi inexistantes jusqu'à présent au Mexique), selon leurs marges de manœuvre monétaires et budgétaires et selon leurs priorités. L'ampleur de la réponse, les outils privilégiés, leur combinaison sont ainsi très différents. A la réponse chilienne, ample, audacieuse, mobilisant une large palette d'instruments

Rappelons que la dette publique polonaise s'élève actuellement à 49% du PIB et les besoins de financement externes sont couverts à hauteur de 70% pour l'année 2020. Le pays a donc des marges de manœuvre budgétaire pour résister à la crise, mais tout dépend évidemment de la profondeur de celle-ci. De plus, la Pologne dispose d'un grand marché domestique, ce qui sera un atout en phase de reprise (mais un inconvénient à court terme car le secteur du *retail* représente près de 8% de la valeur ajoutée globale).

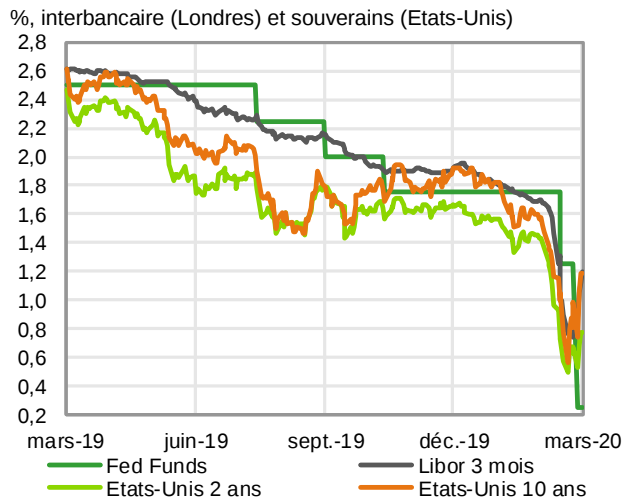
s'oppose la réaction restreinte (à tous points de vue) jusqu'ici formulée par le Mexique. Le Brésil, particulièrement contraint budgétairement, mobilise plus activement les instruments monétaires alors que les outils budgétaires sont privilégiés par la Colombie où la banque centrale assouplit les conditions de refinancement sans avoir procédé, jusqu'à présent, à des baisses de son taux directeur. Les plans mis en œuvre (ou leur absence) sont ainsi des révélateurs de volonté et de lucidité politiques incarnées dans la capacité à gérer, sous contraintes économiques, une crise majeure inédite.



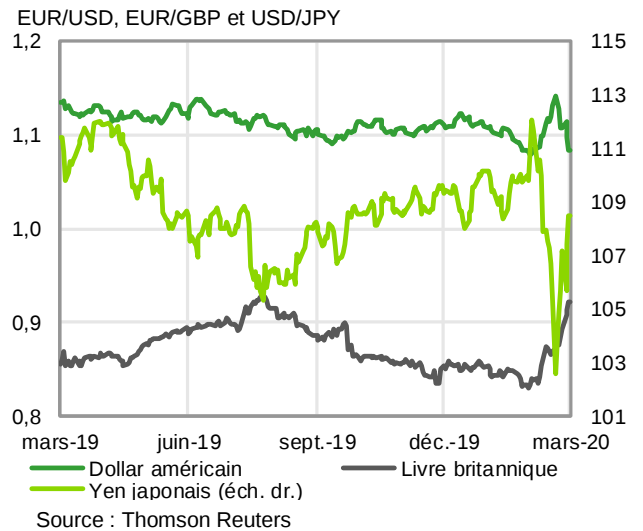
¹ La présentation des différentes mesures sera faite lors du prochain numéro hebdomadaire. Il s'agit ici d'en présenter « l'esprit »

Tendances à suivre

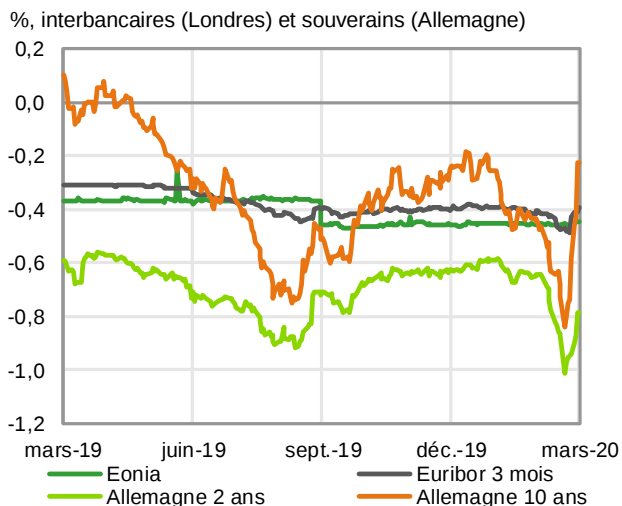
Taux d'intérêt en dollar américain



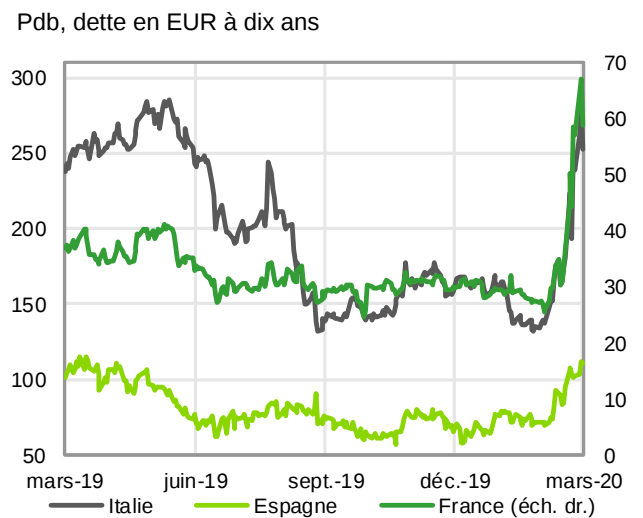
Taux de change des principales devises



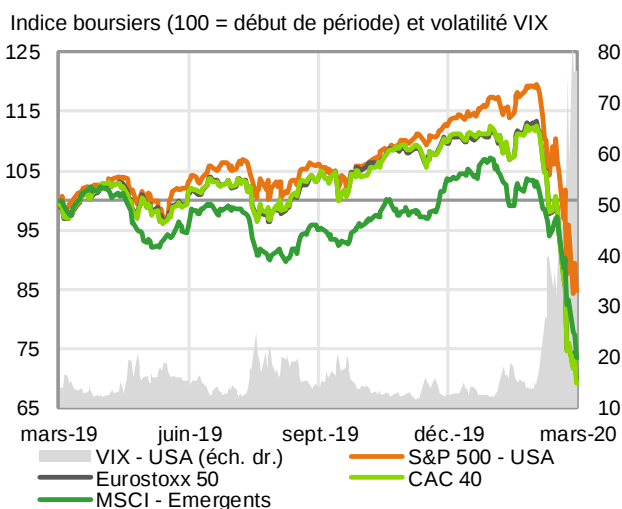
Taux d'intérêt en euro



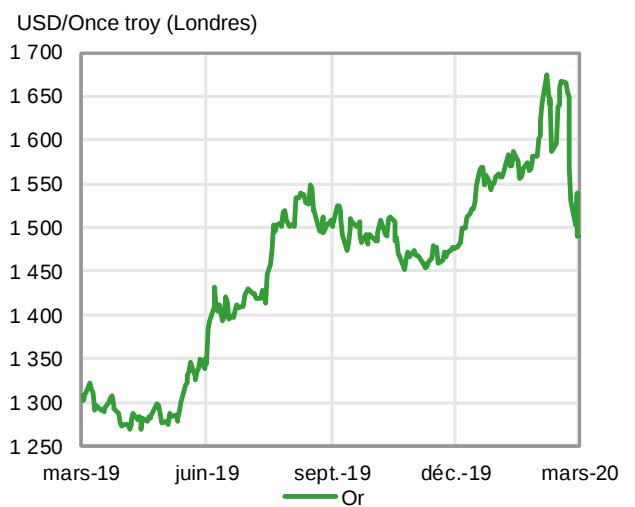
Spreads souverains européens avec le Bund



Marché actions

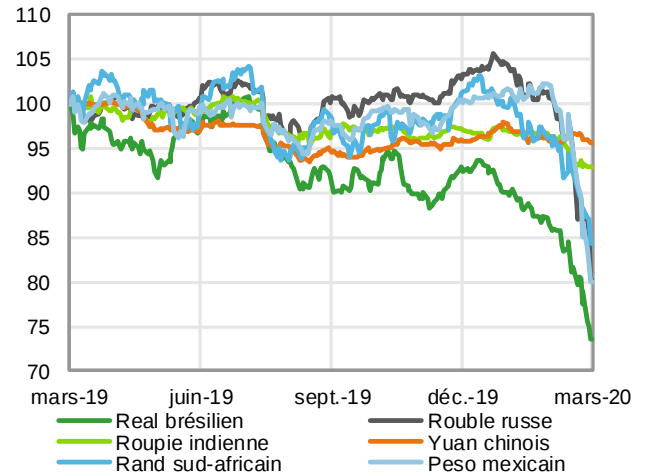


Cours de l'once d'or



Devises émergentes

/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

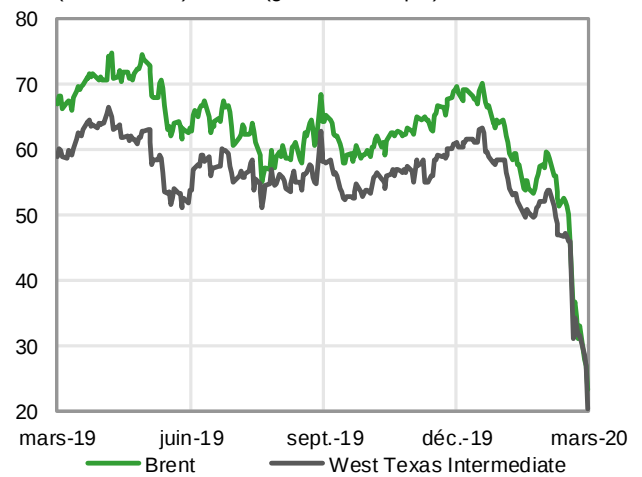
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

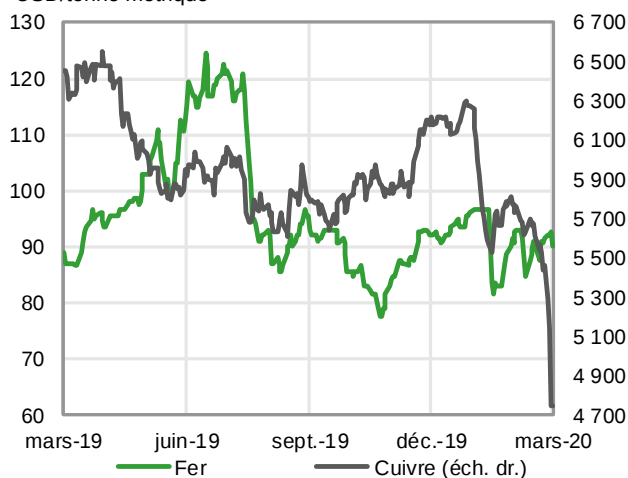
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



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

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, 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.