

Perspectives

Hebdomadaire – N°20/077 – 17 avril 2020

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Résignation et espoir	1
☞ France : chute des ventes au détail au mois de mars	2
☞ Zone euro : premier fléchissement des prix à la consommation	3
☞ Zone euro : l'activité en reprise dans les deux mois avant le confinement	3
☞ Italie : nouveau décret, prolongement des mesures jusqu'au 3 mai	4
☞ Espagne : à tâtons	4
☞ Royaume-Uni : l'OBR publie un « scénario de référence » en forme de V	6
☞ Chine : la question de l'emploi urbain au cœur du scénario de reprise	8
☞ Asie : quelle réponse concrète derrière les annonces des institutions financières multilatérales ?	9
☞ Moyen-Orient - Afrique du Nord : seul un pays devrait échapper à une récession cette année	10
☞ Amérique latine - Colombie et Pérou : « à chacun selon ses moyens »	12
☞ Europe de l'Est : la situation au Kazakhstan	13
☞ Afrique sub-saharienne – Coronavirus : les multilatéraux se mobilisent pour éviter un effondrement économique du continent	14

☞ Résignation et espoir

Les signes de plus en plus nombreux d'un ralentissement de la pandémie au cours des dernières semaines, suivis par les annonces de plans de levée des mesures de distanciation sociale par les gouvernements de différents pays d'ici mi-mai, y compris par le président Trump dont le pays est le plus affecté à ce jour par la pandémie, ont redonné des couleurs à l'appétit pour le risque. Le timide *trend* haussier des indices actions, amorcé fin mars, début avril, s'est accentué en cette fin de semaine (+3,5% pour le S&P 500 sur les cinq derniers jours, +2,2% pour l'Eurostoxx) et ce, en dépit d'un plongeon considérable de l'économie chinoise au premier trimestre (-6,8% sur un an) et d'une nouvelle forte hausse des inscriptions hebdomadaires aux allocations chômage aux États-Unis (+5,2 millions sur la semaine se terminant le 11 avril). Il nous semble que les marchés actions se sont résignés sur l'ampleur du choc, qui de toute évidence sera extraordinaire, et préfèrent déjà l'oublier, centrant leur attention sur la lumière au bout du tunnel (même s'il risque de se révéler très long). Cette « bonne » humeur des bourses, bien que fragile, pourrait se prolonger dans les jours à venir, les mesures d'assouplissement agressif par les Banques centrales ayant permis de restaurer le fonctionnement normal des marchés monétaires et de stopper les mouvements spéculatifs à la baisse des actifs risqués.

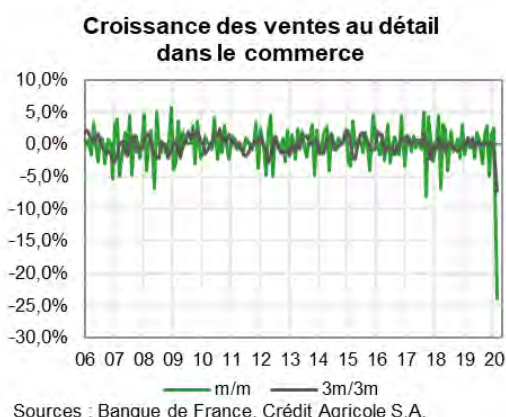
Toutefois, les raisons qui incitent à la prudence ne manquent pas et cela se reflète sur les marchés obligataires où les taux longs sans risque restent déprimés (-13 points de base sur le Bund sur la semaine). Nous partageons cet appel à la raison : le flot de mauvaises données économiques dans les pays développés n'en est qu'à son début et les indicateurs avancés

disponibles ne donnent qu'une image partielle et probablement sous-estimée de l'ampleur réelle du choc. Aux États-Unis, après une baisse de 6,3% de la production manufacturière au mois de mars, l'enquête régionale de la Réserve fédérale de Philadelphie publiée cette semaine, en baisse à -56,6 en avril, après -12,7 en mars, atteint son plus bas depuis juillet 1980. Enfin, les données chinoises ne préjugent pas de la reprise des économies occidentales où la sortie du confinement devrait être plus graduelle qu'en Chine. En Europe, où le confinement a été mis en place bien plus tôt qu'aux États-Unis, l'épidémie continue de faire de nombreuses victimes et la pression sur les hôpitaux, en particulier en Italie, en Espagne et en France, ne baisse pas aussi vite qu'on aurait pu l'anticiper, ce qui augmente les risques d'un prolongement des mesures de distanciation sociale. Simultanément, les recherches effectuées dans quelques pays montrent qu'on est loin des taux nécessaires pour atteindre l'immunité collective, ce qui fait craindre une seconde vague d'épidémie lorsque le confinement sera levé. En zone euro, malgré les signes d'une maîtrise de la pandémie et le programme d'achats de 750 milliards d'euros de la Banque centrale européenne, l'écartement des primes de risque a repris son cours : + 37 points de base dans le cas des taux italiens sur les cinq derniers jours, à 2,3%, contre 1,6% avant la crise du Covid-19. Les dépenses mises en place pour juguler la pandémie ont détérioré les perspectives des comptes publics et le manque de progrès à l'Eurogroupe vers une mutualisation des efforts contre la crise augmente la possibilité d'une divergence accrue des taux obligataires.

Zone euro

France : chute des ventes au détail au mois de mars

La première donnée dure prenant en compte les effets du Covid-19 et du confinement fait état d'une chute de 24% sur un mois des ventes au détail dans le commerce en mars. Sur trois mois glissants, la baisse est de 7,2%. Ce recul est principalement dû à la contraction des ventes de biens industriels et notamment les automobiles, les meubles, l'optique et l'électroménager, tandis que les ventes de biens alimentaires et dans la pharmacie progressent de 3,2% et 2,7% au premier trimestre.



Les mesures de soutien à l'économie continuent à prendre dans l'ampleur et forcent le gouvernement à réviser régulièrement à la hausse la facture de la crise. 8,7 millions de salariés sont désormais concernés par le chômage partiel, soit 45% des salariés du privé. En outre, 425 heures de chômage partiel sont en moyenne demandées par salarié soit 12 semaines de travail à 35 heures par semaine. Comme nous l'avancions dans une note parue la semaine dernière¹ et comme cela a depuis été confirmé par le président de la République, cela indique que la sortie de confinement sera progressive et que le retour à la normale de l'activité économique ne pourra pas être immédiat. Certains secteurs seront particulièrement et plus durablement touchés (restauration, tourisme, hôtellerie,...) et un plan de soutien dédié à ces secteurs devrait être annoncé dans les prochaines semaines.

Le dispositif de prêts aux entreprises garantis par l'État monte également en puissance, au 14 avril, 150 000 demandes avaient été acceptées pour 22 milliards d'euros de prêts. 40 milliards d'euros de demandes sont également en cours de traitement selon les informations transmises par Bpi France.

Principales mesures	Coût (première estimation)
Soutien direct de la BPI aux entreprises	3 Mds €
Facilitation du recours au chômage partiel.	Au moins 24 Mds € pour 2 mois
Reports de paiement des impôts et des cotisations sociales, et annuler les impôts et charges pour les entreprises les plus touchées et menacées de disparition.	Autour de 40 Mds € en effort de trésorerie (voire perte sèche) pour l'Etat
Suspension des factures « de gaz, d'eau, d'électricité, des loyers » pour les entreprises et indépendants.	Non chiffré mais pas un coût pour l'Etat
Création d'un fonds de solidarité pour soutenir les commerçants et les indépendants perdant 50% de leur CA qui pourront toucher au moins 1 500 € par mois.	7,5 Mds€
Aide d'urgence pour les familles modestes	1 Md €
Indemnités pour parents sans solution pour la garde de leurs enfants.	2 Mds €
Rehaussement de l'Ondam (dépenses d'assurance maladie)	8 Mds €
Prise de participations, montées en capital voire nationalisations	20 Mds €
Protection des entreprises exportatrices via la prolongation des assurances-prospection, 2 Mds € d'assurance crédit et le renforcement des garanties de BPI Assurance Export (portées à 90% et élargies aux ETI)	NC
Enveloppe de 300 Mds € de prêts bancaires des entreprises garantis par l'Etat	NC
Hausse des garanties BPI de 40% à 90% et extension aux ETI	NC
Garantie publique de 10 Mds € pour les crédits interentreprises (assurance-crédit)	NC
Total	Autour de 110 Mds €

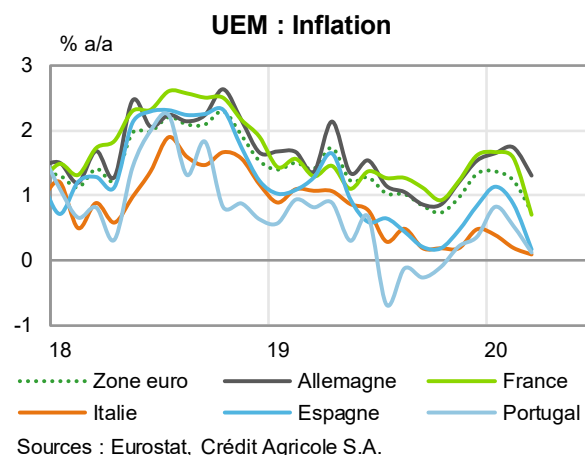
✓ Notre opinion – Alors que l'Insee indique une contraction d'environ 35% de la consommation totale (biens et services) par rapport à la normale en période de confinement, les chiffres de la Banque de France indiquent probablement un ralentissement de la consommation en amont du confinement et une chute plus importante encore sur la deuxième quinzaine de mars. Toutefois, ces chiffres ne tiennent pas compte de la vente à distance. Les achats en ligne ont ainsi pu se substituer en partie aux ventes dans le commerce pour certains produits, en particulier sur la première moitié du mois de mars. La consommation devrait, cependant, continuer à baisser en avril, sous l'effet de la fermeture des commerces et des comportements de précaution des agents. Par conséquent, l'épargne devrait fortement augmenter. La consommation de ce surplus d'épargne à la fin du confinement et d'éventuels effets de rattrapage pour les achats de produits manufacturés seront des éléments importants pour une reprise rapide de l'activité.

¹ France – Impact Covid-19 : une récession en 2020 mais de quelle ampleur ? – 10 avril 2020

Zone euro : premier fléchissement des prix à la consommation

L'indice harmonisé des prix à la consommation en zone euro a augmenté de 0,7% en glissement annuel au mois de mars, après +1,2% en février. Ce ralentissement significatif des prix résulte principalement de la composante énergétique qui recule de 4,3%, mais aussi d'un ralentissement des prix des services (+1,3% ce mois-ci, contre +1,6% un mois avant). Les prix des biens industriels ont conservé une croissance stable de 0,5%, tandis que les prix des biens alimentaires ont augmenté plus rapidement (+2,4%, contre +2,1% le mois précédent). Le prix du baril de Brent a, en effet, chuté de 55% sur le mois, en raison des désaccords entre pays producteurs de pétrole sur le niveau de production optimale pendant la crise du Covid-19 qui pèsent sur l'ensemble des économies. Le détail par pays révèle une inflation encore élevée en Allemagne avec une croissance annuelle des prix à la consommation de 1,3%, après 1,7% en février. Un ralentissement plus marqué est constaté en France avec une inflation divisée par deux à 0,8% (1,6% le mois précédent). L'Espagne accuse également un sévère tassement

des prix avec une inflation à 0,1%, après 0,9% en février. L'Italie demeure à un niveau d'inflation exceptionnellement bas pour le sixième mois consécutif (0,1% en mars et 0,2% en octobre dernier).



Notre opinion – L'inflation en zone euro a relativement bien résisté en mars aux premières mesures restrictives sur l'activité, celles-ci n'impactant la production que sur la fin du mois. Le ralentissement significatif des prix est surtout le fruit de la chute vertigineuse des prix du pétrole sur le mois, les autres biens de consommation étant nettement moins concernés. Toutefois, les prix des activités de services entament un début d'ajustement un peu partout dans la zone. La durée et l'ampleur du choc de demande et d'offre seront déterminants sur un éventuel choc déflationniste.

Zone euro : l'activité en reprise dans les deux mois avant le confinement

Un mois avant que les mesures de confinement liées au Covid-19 commencent à être largement mises en place par les pays, la production industrielle a diminué de 0,1% dans la zone euro. Cette stabilisation après la forte hausse de janvier (+2,3%) laisse une moyenne sur les deux premiers mois de l'année supérieure de 0,8% à celle du quatrième trimestre 2019 (-1,1%) et aurait pu mettre fin à trois trimestres consécutifs de baisse. Cette nette amélioration de l'activité en début d'année est visible dans les deux économies les plus touchées par la faiblesse de l'industrie en 2019. La croissance de l'activité en Allemagne (3,2% sur le mois en janvier et 0,3% en février) s'est montrée robuste et s'est diffusée dans toutes les typologies de biens et de

secteurs dans le secteur manufacturier. Le rebond n'avait donc pas été remis en question par les mesures de confinement déjà en place en Chine et en Asie.

En Italie aussi, l'activité en février (-1,2% sur le mois après +3,6% en janvier) a été faiblement affectée par l'adoption précoce des mesures de confinement dès le 24 février et laisse un acquis de croissance fortement positif (+1%) au premier trimestre 2020. Cette évolution positive est confirmée par des ventes au détail aussi en reprise en février (+0,8%) et par un acquis de croissance de 0,9% au premier trimestre 2020.

Notre opinion – La reprise en début d'année s'annonçait robuste après les déboires industriels de 2019. Mais cette performance est désormais anecdotique au regard de la dégradation importante de l'activité anticipée à partir du mois de mars et déjà relayée par les premières données relatives aux immatriculations de mars, ainsi que par les enquêtes de mars. Le véritable creux de l'activité, en assumant l'hypothèse d'un déconfinement progressif dès la mi-mai et d'une reprise graduelle de l'activité au troisième trimestre, se situerait néanmoins entre les mois de mars et d'avril où les mesures de confinement et de fermeture des sites ont été les plus strictes. En dépit de la reprise modeste que l'on peut attendre au troisième trimestre, l'acquis de croissance fortement négatif laissé par les mois du deuxième trimestre, amputera la croissance estivale.

Italie : nouveau décret, prolongement des mesures jusqu'au 3 mai

Le Premier ministre italien, Giuseppe Conte, a annoncé vendredi dernier une nouvelle extension des mesures de confinement et de blocage de la production jusqu'au 3 mai. Un relâchement dans la liste des activités permises a été également annoncé, pour inclure quelques secteurs considérés non-essentiels. Ainsi, à partir du 14 avril, la vente d'articles de librairie, la vente d'articles d'habillement pour les enfants, la production d'engrais et de produits chimiques pour l'agriculture, l'industrie du bois et du liège (à l'exclusion des meubles) et la production d'articles en paille et les matériaux de tissage pourront reprendre. La production d'ordinateurs et de périphériques, composants et cartes électroniques est également autorisée, ainsi que la réparation et l'entretien des avions et des trains, les ouvrages hydrauliques et l'entretien et la maintenance des espaces verts.

Avec la réouverture de la papeterie, le commerce de gros, y compris le papier et le carton, va également reprendre. Pour les centres d'appel, en revanche, il est précisé que les activités seront limitées à la réponse aux demandes des clients. Des mesures pour réduire la possibilité de contagion pendant les

courses sont également introduites : des gants jetables, du gel de désinfection disponibles à côté des caisses et des systèmes de paiement, des masques pour les travailleurs, des horaires d'ouverture plus longs pour éviter les files d'attente (et donc le risque de foule). Il est également recommandé de faire le ménage au moins deux fois par jour et, pour les petits magasins, de faire entrer les clients un par un (si possible, par des voies différentes pour l'entrée et la sortie).

Enfin, un nouveau décret avec des mesures économiques pour les ménages et les entreprises (d'environ 60 Mds € selon le quotidien italien « *Il Sole 24 Ore* ») sera adopté avant fin avril pour le renouvellement du dispositif de chômage partiel « *cassa integrazione guadagni* », la prime de 800 euros pour les indépendants, les compensations entre 400 et 600 euros pour les travailleurs du service domestique qui ont vu leurs activités suspendues en raison du virus. Des hypothèses concernant une taxe sur le plastique et le sucre, des mesures pour les chantiers de construction et pour le secteur du tourisme sont également à l'étude.

✓ Notre opinion – Le Premier ministre a annoncé également la création d'un équipe d'économistes, juristes, scientifiques et sociologues sous la direction de Vittorio Colao (ex-directeur général de Vodafone) pour organiser la reprise de l'activité après le 3 mai (phase 2), une « task force » qui sera toujours soutenue par le Comité Technique et Scientifique de la Protection Civile et l'Inail (Institut national d'assurance contre les accidents du travail). Parmi les mesures à l'étude figurent à la fois une application pour l'auto-certification et le suivi des personnes infectées, les protocoles de redémarrage (avec des horaires de travail flexibles) et le travail à distance, avec des règles différentes en fonction des zones géographiques et des tranches d'âge des populations concernées. La possibilité de redémarrer l'activité de certains secteurs avant le 4 mai est également évoquée : les secteurs de l'automobile, des biens intermédiaires et de la mode figurent parmi les candidats. Une autre hypothèse sur laquelle le gouvernement travaille en vue de la réouverture du 4 mai est celle des temps d'entrée différenciés pour les bureaux publics, l'industrie et les entreprises. Cette hypothèse serait étroitement liée à un autre sujet central : la réorganisation des transports publics. Des entrées et des sorties échelonnées permettraient en fait d'alléger la pression sur les transports, qui seront toujours soumis à des règles.

Dans ce cadre, trouver un fil commun entre les régions et l'administration centrale s'avère difficile. La Lombardie souhaite un redémarrage dès le 4 mai : le plan pour une « nouvelle normalité » présenté par la région parle de l'obligation de porter des masques pour tous, des tests sérologiques, de la réouverture des bureaux et des entreprises et, par la suite, des écoles et des universités. En revanche, le président de la Vénétie, Luca Zaia, préférerait une reprise progressive, en évitant les accélérations qui pourraient conduire à une reprise des contagions. Dans la région de la Toscane, le président Enrico Rossi organise des réunions avec des représentants du monde du travail et des autorités locales, dans le but de se préparer au mieux à la réouverture éventuelle de certaines productions régionales, notamment celles liées à l'exportation.

Espagne : à tâtons

Alors que certaines des activités non essentielles ont repris à partir du 12 avril, le gouvernement, à l'instar d'autres pays européens, ne s'avance toujours pas sur calendrier de déconfinement. Afin de limiter le nombre de contaminations au moment le plus fort de la crise sanitaire Pedro Sanchez avait, le 29 mars, renforcé l'état d'urgence sanitaire avec la fermeture de toutes les activités non essentielles

pour une durée de quinze jours. Les données encourageantes sur la baisse du nombre d'hospitalisations en soins intensifs ont permis au chef du gouvernement de ne pas proroger cette mesure, mais l'état d'urgence sanitaire déclaré le 14 mars a été prolongé jusqu'au 26 avril. Il devrait être reconduit pour quinze jours, soit jusqu'au 11 mai lors de la session plénière du 22 avril. La

levée du confinement total devrait permettre une reprise progressive de l'activité dans certains secteurs, tels que l'industrie et la construction. Mais elle reste conditionnée par la mise en place de mesures de protection sanitaire et de distanciation.

Le pays se situe encore dans une phase de plateau épidémique et enregistre un nombre de décès journalier moyen de 500 personnes. Mais les mesures de confinement semblent porter leurs fruits, la mortalité quotidienne est en nette baisse par rapport à la moyenne des deux dernières semaines de mars. Une analyse de la mobilité des Espagnols publiée par l'INE montre, en outre, que les mesures de confinement ont été globalement respectées en

Espagne. Basée sur les données de localisation GPS fournies par les opérateurs téléphoniques, l'étude montre que de 80% des Espagnols sont restés à proximité de leur lieu de résidence depuis le 14 mars et ce chiffre a atteint 90% pendant les deux semaines de confinement total.

Un groupe de réflexion sur les étapes du futur déconfinement a été formé sous la présidence de Teresa Ribera, vice-présidente de la Transition écologique. Réunissant différents experts, il a pour mission de proposer des pistes pour la levée progressive et graduelle de l'état d'urgence sanitaire.

✓ Notre opinion – Alors que plusieurs pays ont annoncé leur plan de sortie du confinement, l'Espagne qui est durement touchée par la crise tâtonne encore sur la façon dont elle pourrait sortir de l'état d'urgence sanitaire. La reprise des activités jugées non-essentielles en début de semaine a été sujet à polémique en faisant apparaître des divergences au sein de la coalition, Podemos ayant été contre la levée. Des divergences qui apparaissent également dans le débat sur la mise en place d'un revenu minimum dont Pablo Iglesias a été exclu. Pour Pedro Sanchez, l'urgence du moment ne semble pas être le retour à la normalité, mais la sécurisation des appuis politiques. Face à une opposition de plus en plus virulente sur sa gestion de la crise, le chef du gouvernement tente à travers une ronde de consultations de reconstruire un pacte d'unité nationale. Ce nouveau pacte de la Moncloa vise à créer un consensus autour de la reconstruction sociale et économique du pays en y associant l'opposition. Encore une fois l'Espagne s'enlise dans les turpitudes de son système politique. Pedro Sanchez continue d'avoir les mains liées sans un appui de l'opposition, dont il dépend aussi bien pour le vote de prolongement de l'état d'urgence que dans la mise en place de potentielles mesures de relance.

Certaines interdictions devraient néanmoins progressivement être levées telles que la possibilité de pratiquer une activité physique, mais les écoles devraient rester fermées tant que la situation sanitaire ne permet pas plus de visibilité. En parallèle, le ministère de la santé a augmenté sa capacité de test et tente de répondre à la difficile question de l'immunité collective. Cette étape est, selon le ministre de la santé, un préalable à tout plan de déconfinement. Le gouvernement exclut pour le moment un déconfinement différencié par communauté autonome pourtant demandé par les gouvernements régionaux par peur de cumuler casse-tête politique et casse-tête régional.

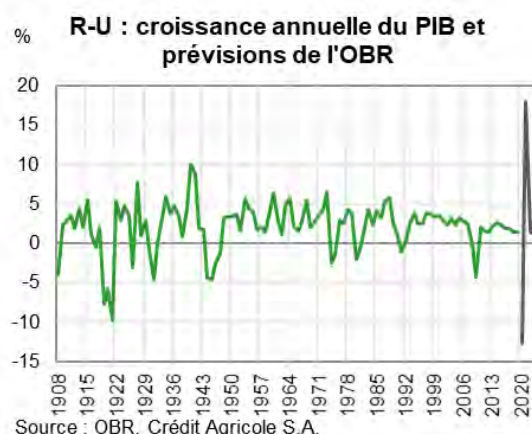
Royaume-Uni

Royaume-Uni : l'OBR publie un « scénario de référence » en forme de V

L'office britannique en charge de la surveillance budgétaire (*Office for Budget Responsibility*) a publié son « scénario de référence » économique et budgétaire à la suite du Covid-19. Le PIB chuterait de 35% au deuxième trimestre – même estimation que celle de l'Insee pour la France – avant de rebondir fortement le trimestre suivant, le taux de chômage augmenterait à 10%, le déficit public s'envolerait à 14% du PIB et la dette publique dépasserait les 100% du PIB au cours de 2020. L'OBR souligne qu'il ne s'agit pas de prévisions en scénario central, mais d'un chiffre initial basé sur des hypothèses spécifiques sur la durée et l'impact des mesures de confinement qui sera mis à jour dans les jours à venir avec des analyses supplémentaires et en fonction de l'évolution des événements. L'objectif est de fournir une analyse des canaux de transmission à l'économie et aux finances publiques.

Ce scénario repose sur l'hypothèse d'un confinement pendant trois mois et d'une levée progressive des mesures de distanciation sociale au cours des trois mois suivants. Par souci de simplification, le choc sur l'activité est supposé intervenir entièrement au deuxième trimestre (et non en partie au mois de mars), même si les indicateurs avancés signalent déjà un premier trimestre très affecté par l'épidémie. La baisse de 35% du PIB au deuxième trimestre est supposée être suivie par un rebond au troisième trimestre (+25%) et au quatrième trimestre (+20%), de telle façon que le PIB retrouve son niveau d'avant-crise en fin d'année. La reprise prendrait donc la forme d'un V ce qui n'empêche pas l'OBR d'afficher une contraction annuelle du PIB de 12,8% en 2020, dépassant de loin les chutes observées à la fin des deux guerres mondiales. Cette forte contraction de l'activité serait due, presque entièrement, aux mesures de distanciation sociale mises en place par le gouvernement, plutôt qu'aux effets directs de la propagation du virus. Tous les secteurs voient leur activité chuter à des degrés divers, à l'exception de l'agriculture. Les plus affectés sont l'éducation (-90%), la restauration (-85%), la construction (-70%), autres services (-60%) et l'industrie manufacturière (-50%). La hausse du taux de chômage qui en résulterait, à 10% de la population active (+2,1 millions de personnes), pourrait être plus élevée si le gouvernement n'avait pas mis en place des plans de soutien sans précédent, qui devraient faire peser l'ajustement sur le nombre d'heures travaillées et limiter l'impact sur l'emploi.

Néanmoins, même si la reprise de l'activité après le choc est supposée être vigoureuse, la baisse du taux de chômage ne serait que graduelle, si bien que celui-ci ne retrouverait pas son niveau de 2019 au cours des cinq prochaines années. En ce qui concerne l'inflation, l'OBR considère que l'impact serait modeste, étant donné les forces opposées qui entrent en jeu (baisse de la demande, mais aussi de l'offre). L'inflation CPI est toutefois revue à la baisse cette année à 1,2% en moyenne et à la hausse pour l'année prochaine à 2,3%.



Quelles implications pour les finances publiques ? Sous l'effet de recettes fiscales en baisse et de dépenses budgétaires en hausse, le déficit public (mesuré par l'emprunt net du secteur public) augmenterait à 273 Mds £ (13,9% du PIB) en 2020-21 (année fiscale d'avril à fin mars), un record depuis la seconde guerre mondiale, dépassant largement le déficit atteint lors de la crise financière de 2008 (10%). Il s'agit d'une hausse de 218 Mds £ par rapport aux prévisions de mars dernier (cadre du budget 2020), à laquelle les mesures d'urgence du gouvernement contribuent pour 100 Mds £. L'OBR estime que chaque mois de confinement supplémentaire rajouterait 35 Mds £ à 45 Mds £ au déficit. Le déficit se résorberait l'année prochaine, retombant à 3,2% du PIB.

En ce qui concerne la dette publique, elle augmenterait de 384 Mds £ cette année sous l'effet non seulement du déficit budgétaire, mais aussi des achats de titres (*quantitative easing*) de la Banque centrale d'Angleterre et de sa facilité de financement aux petites et moyennes entreprises. Elle atteindrait 95% du PIB en moyenne en 2020-2021 et resterait proche de 94% au cours des deux années suivantes.

☑ **Notre opinion** – Bien qu'il puisse paraître très sévère au premier abord, le scénario de l'OBR est assez optimiste en ce qui concerne les perspectives à moyen/long terme de l'économie. À court terme, les prévisions de l'OBR sont proches de nos estimations². Comme l'OBR, nous supposons trois mois de confinement résultant à une perte d'activité de près de 30% au deuxième trimestre (soit 7,4% sur l'année), un taux de chômage pouvant atteindre 12% et un déficit et une dette publics de 12% et 102% respectivement en 2020.

Nous tablons aussi sur une reprise en forme de V dès le troisième trimestre de cette année. En revanche, la rapidité de la reprise supposée par l'OBR nous semble beaucoup trop optimiste : le PIB retourne à son niveau d'avant la crise dès le quatrième trimestre 2020 et connaît une croissance de près de 18% en 2021, après -13% en 2020. Côté finances publiques, le scénario de l'OBR table sur un redressement aussi spectaculaire que leur détérioration l'aurait été : déficit budgétaire prévu à près de 3% du PIB dès l'année prochaine, alors qu'il a fallu dix ans pour le réduire de 10% du PIB en 2009 à 2% en 2019. Avec un gouvernement prônant la fin de l'austérité et les nombreux risques baissiers qui pèsent sur la croissance, dont le Brexit en cette fin d'année, une telle réduction du déficit budgétaire nous semble peu probable.

² Pour plus d'information : [Le Royaume-Uni et la crise du Covid-19](#) – 14 avril 2020

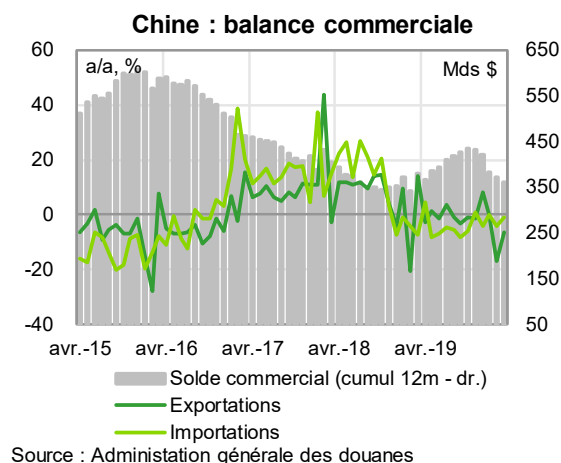
Pays émergents

Chine : la question de l'emploi urbain au cœur du scénario de reprise

Alors que la ville de Wuhan fête sa première semaine de déconfinement, la reprise chinoise s'annonce plus compliquée que prévu et les derniers indicateurs témoignent d'un redémarrage encore partiel de l'activité côté demande. Au premier trimestre, le PIB s'est contracté de 6,8%, du jamais vu depuis quarante ans. Le chemin vers la croissance est encore long.

La production repart, la bonne surprise du commerce extérieur

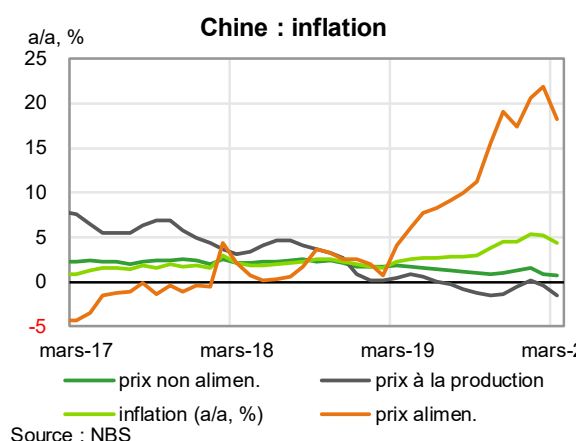
Côté production, les taux d'activité continuent d'augmenter. Toutes les provinces à l'exception du Hubei font état d'un taux de reprise proche de 100%, même si les entreprises produisent à un niveau très inférieur à celui de leurs capacités. Après un fort repli de 13,5% sur les deux premiers mois de l'année, la production industrielle ne s'est contractée que de 1,1% en mars en glissement annuel. La bonne surprise est également venue des chiffres du commerce extérieur, bien moins mauvais qu'anticipé. Avec une baisse des exportations de 6,6% en glissement annuel et un recul des importations de 0,9%, la Chine a réussi à fortement limiter la chute de son commerce extérieur, et dégage même un excédent commercial de 20 milliards de dollars en mars. Les mois à venir pourraient bien sûr s'annoncer plus difficiles, les mesures de confinement en Europe et aux États-Unis, principaux clients de la Chine, étant pour l'essentiel rentrées en vigueur mi-mars.



Des signaux encore timides côté demande

Les chiffres de l'emploi pour le mois de mars ne sont pas encore connus, mais le ralentissement de l'inflation et les indices de fréquentation des transports en commun des principales villes chinoises en sont des signaux avancés. Or, ces deux indicateurs montrent que la reprise de la demande n'est pas encore là, et font donc craindre pour l'emploi. En mars, les ventes au détail ont continué de se contracter fortement (-15,8% en glissement annuel). Pour l'instant, les

derniers chiffres de l'emploi disponibles font état d'une hausse du nombre de chômeurs de 1% de la population active, soit environ 5 millions d'emplois supprimés. Mais alors que le secteur des services, qui concentre près de 50% de l'emploi urbain apparaît particulièrement touché (-10% en mars en glissement annuel, -11,7% sur l'ensemble du premier trimestre) – c'est celui qui concentre le plus de dommages irréversibles, les comportements de report d'achat y étant plus compliqué – l'absence de croissance risque de coûter cher en emplois. Si l'emploi est nécessaire pour alimenter la consommation privée, devenue le principal moteur de la croissance chinoise, il l'est aussi pour éviter des défauts en série. Avec la hausse des prix de l'immobilier dans les grandes villes chinoises, le coût du logement représente maintenant 35% du revenu annuel disponible des ménages. Plus inquiétant, les crédits immobiliers sont passés de 50 à 84% du revenu disponible en cinq ans, dont 5% pour les seules charges d'intérêt. Même si l'endettement des ménages reste relativement maîtrisé (à 45% du PIB environ), et que de vastes réservoirs d'épargne existent, la crise pourrait faire replonger une partie de la population dans la pauvreté et briser le contrat social en place. À cela s'ajoute enfin la problématique des nouveaux entrants, puisque cette année, près de 9 millions de diplômés vont rejoindre le marché du travail. Cette main d'œuvre, principalement urbaine et formée pour travailler dans le secteur tertiaire, risque d'avoir du mal à s'intégrer.



Les réponses publiques tardent encore

La publication des chiffres de l'inflation de mars (4,3% en glissement annuel, contre 5,2% en février pour les prix à la consommation, -1,5% pour les prix à la production) a permis de dégager un peu de marges de manœuvre du côté de la politique monétaire. Avec une inflation ralentie, et principalement alimentée par les prix alimentaires, la Banque centrale (PBoC) a annoncé une baisse du taux à un an de 20 points de base. Son objectif est que cette

décision permette de décaler l'ensemble de la courbe des taux vers le bas, et que ce surcroît de liquidité puisse bénéficier aux entreprises via les banques commerciales. Cette décision devrait un peu soulager les banques, en première ligne dans la réponse à la crise, comme en témoigne le chiffre de la croissance de l'agrégat de financement de l'économie réelle hors autorités publiques, qui a bondi de 70% en mars en glissement annuel et atteint un niveau record de 51 500 milliards de renminbi. Même si le mois de mars vient compenser celui de février, le rebond fait plus que compenser la chute et est le fruit d'une accélération des prêts bancaires aux ménages et aux entreprises.

Ces mesures apparaissent encore insuffisantes au regard de l'ampleur du choc. En 2009, Pékin avait massivement relancé son économie, avec un plan estimé à 13% du PIB. Les mesures prises jusqu'à présent s'élèvent à peine à 3%. Le Premier ministre Li Keqiang a annoncé que de nouveaux soutiens budgétaires, ainsi que de nouveaux quotas d'émissions d'obligations locales, pourraient être mis en place. L'urgence à ce stade reste de fournir plus d'aide aux PME, ainsi qu'à leurs salariés, et de relancer la consommation. Le risque est que la Chine retombe au contraire dans ce qu'elle sait faire de mieux : relancer l'offre via le crédit, sans agir sur la courbe de la demande, et ce alors que l'endettement de son économie n'est plus vraiment le même qu'en 2008.

✓ Notre opinion – La question de l'emploi urbain est au cœur du scénario de reprise, et ce pour plusieurs raisons :

- ✓ Le modèle de croissance chinois, maintenant fondé sur la demande intérieure, n'est pas viable sans les consommateurs urbains ;
- ✓ La hausse de l'endettement des ménages provoquée par les bulles immobilières des grandes villes n'est pas encore de nature à provoquer une crise. Elle grève toutefois les revenus disponibles et pèserait donc aussi sur la consommation en cas de chute de l'emploi, l'élasticité de la demande pour les biens non vitaux étant plus forte ;
- ✓ La stabilité de l'emploi est au cœur du contrat social chinois, en particulier pour les nouveaux diplômés des grandes villes, enfants uniques élevés dans la certitude d'une promotion sociale assurée.

Asie : quelle réponse concrète derrière les annonces des institutions financières multilatérales ?

En plus des États eux-mêmes, les institutions financières multilatérales de développement ont annoncé une mobilisation sans précédent pour faire face à la crise. En Asie, la Banque asiatique de développement (BASD), premier financeur dans la zone, a débloqué une enveloppe de 20 milliards de dollars – soit l'équivalent d'une année habituelle d'engagements – pour répondre aux besoins des pays. Composée d'une facilité contra-cyclique (13,5 Mds USD) visant à accorder des appuis budgétaires aux États en faisant la demande, de dons et prêts concessionnels (2,5 Mds USD), de financements pour le secteur privé (2 Mds USD) et de projets classiques, en lien avec l'épidémie (2 Mds), elle vise à apporter une réponse à la fois globale et différenciée aux pays membres. Côté Banque mondiale, un montant inédit de 160 milliards de dollars, financé par l'ensemble des guichets (BIRD pour les prêts, AID pour l'aide concessionnelle, SFI pour le secteur privé et MIGA pour les garanties) a été annoncé. Ce montant comprend des financements d'urgence, de l'assistance technique, de la fourniture d'aide médicale, ainsi que des financements plus classiques, en prêts ou en dons. Sa ventilation géographique n'a pas encore été précisée. Si l'on s'en tient au portefeuille actuel de l'institution, les pays d'Asie pourraient recevoir environ un tiers de cette enveloppe. Enfin, le FMI se tient lui aussi prêt à débloquer des fonds pour les pays en faisant la demande. Des

allègements et annulations de dette pour les pays les plus pauvres (en Asie, seuls l'Afghanistan et le Népal sont concernés) ont déjà été mis en place. Les pays déjà sous assistance (Pakistan) pourront voir leurs conditionnalités (trajectoire de finances publiques notamment) revues.

Ces annonces, aux montants inédits, doivent cependant être prises avec prudence et nuance. Tout d'abord, car il ne s'agit pas de « *new money* », mais plutôt de réallocation de certains fonds. En effet, même si les banques de développement vont essayer de mobiliser au maximum leurs ressources, elles restent soumises à des contraintes réglementaires très strictes, au fondement de leur modèle financier (garantir une notation AAA pour prêter à des conditions plus avantageuses aux États membres). Une partie plus importante que d'habitude du résultat net et des réserves sera sans doute utilisée, mais certains seuils ne pourront être dépassés. Sur les instruments ensuite, car il est important de préciser que, dans le cas des pays asiatiques, on parle pour l'essentiel de prêts et non de dons. Les statuts des banques prévoient, en effet, que certains instruments (dons et prêts concessionnels, c'est-à-dire les prêts faits à des taux inférieurs à ceux du marché) soient réservés aux pays les plus pauvres

et les plus vulnérables. En Asie, peu de pays³ sont encore éligibles à ces guichets. Modifier les règles d'attribution de manière discrétionnaire supposerait un accord de l'ensemble des pays membres, emprunteurs comme non-emprunteurs. Tâche d'autant plus ardue que ces changements devraient théoriquement s'accompagner de reconstitutions des fonds concessionnels (Fonds asiatique de développement pour la BASD, AID pour la Banque mondiale), ce qui n'est pas prévu dans les lois budgétaires des États et impliquent souvent plusieurs séances de négociation. Sauf surprise donc, les montants annoncés seront donc versés essentiellement sous forme de prêts, à des taux certes plus avantageux (correspondant au *spread* entre la notation AAA de la banque et celle du pays emprunteur, souvent largement inférieure), mais qui

viendront cependant alourdir l'endettement des États. Côté FMI, plusieurs questions restent également en suspens. La plupart des prêts sont en effet accordés dans le cadre de programmes et assortis de conditionnalités. Or, dans ce contexte inédit de choc exogène non provoqué par une crise interne « classique », comme un choc sur la balance des paiements ou une crise de liquidité, il semble difficile, et peu politiquement correct, que le Fonds impose des mesures d'austérité budgétaire aux pays faisant appel à lui. Passée la première phase de réponse d'urgence, qui devrait aller vite, les institutions multilatérales auront donc fort à faire pour proposer des réponses adaptées et durables, en ligne avec leur mandat fondé non sur le soutien humanitaire de court terme, mais l'aide au développement.

✓ Notre opinion – *Les institutions multilatérales sont déjà fragilisées par le contexte géopolitique et la crise de confiance généralisée vis-à-vis de l'Organisation Mondiale de la Santé, accusée d'avoir minimisé la sévérité de l'épidémie pour ne pas mécontenter la Chine. Dans un climat de crise généralisé, leur rôle de prêteur en dernier ressort est pourtant capital pour assurer des financements aux pays coupés des marchés. Cela n'est pas si simple, car du fait de ressources en dons limitées, elles devront veiller à ne pas surendetter des pays déjà fragiles, et donc à respecter les cadres de soutenabilité de la dette en vigueur, tout en s'efforçant d'apporter une réponse rapide. Le risque sera sinon de voir d'autres bailleurs bilatéraux moins regardant voler au secours de ces États en leur fournissant des liquidités rapides, qu'ils pourraient payer cher à long terme. Dans le monde multilatéral comme ailleurs, les jeux de puissance ne sont jamais loin, et l'aide aux plus fragiles n'est rien parfois rien d'autre qu'un autre champ de bataille.*

Moyen-Orient - Afrique du Nord : seul un pays devrait échapper à une récession cette année

Les conséquences de la crise du coronavirus au Moyen-Orient se précisent peu à peu au fur et à mesure que l'ampleur de l'épidémie est connue dans la région et que les mesures de lutte contre la contagion dessinent plus précisément les conséquences économiques sur chaque pays. Compte tenu d'un nombre sans cesse croissant de contaminés et de victimes, les mesures de confinement total des populations s'étendent peu à peu et s'ajoutent aux mesures d'isolement externe déjà prises (fermetures des frontières et arrêt du tourisme). Avec 118 000 personnes contaminées et 5 800 morts au 16 avril (dont les deux tiers en Iran), la pandémie est bien présente dans la région. L'activité s'effondre donc et des récessions se seraient déjà matérialisées en mars.

Il y a aussi un peu plus de visibilité sur le marché du pétrole après l'accord entre l'Arabie saoudite et la Russie sur une baisse de production historique de 10 millions de barils par jour, afin de contenir l'effondrement des prix sur les marchés. Mais, sur une offre totale de 95 millions avant la crise, cette baisse reste encore insuffisante pour répondre à celle de la demande engendrée par la crise Covid qui retirerait 15 à 20 millions de barils par jour. Depuis l'accord, le prix du Brent fluctue entre 28 et 33 dollars par baril, une chute supérieure à 50% par

rapport à l'année dernière. La chute simultanée des prix et des volumes va donc fortement affecter les PIB pétroliers des pays producteurs qui entreront en récession. Ceux-ci essaient d'ailleurs d'atténuer leur effondrement par des mesures de soutien public contra-cyclique, grâce aux gros moyens financiers dont certains d'entre eux disposent, notamment dans les pays du Golfe.

Au total, c'est donc bien la quasi-totalité des activités rentières de la région qui est affectée par cette crise : production d'hydrocarbures, productions minérales ou de métaux, transport et tourisme, et plus marginalement les activités financières. Le tourisme devrait accuser un manque à gagner de 40 milliards de dollars (il est d'ores et déjà chiffré à 5 Mds par les responsables égyptiens), tandis que les compagnies aériennes de la région seraient en perte de 14 milliards de dollars. L'arrêt des activités est accentué par l'effondrement de la demande des pays développés d'Europe et d'Amérique du Nord,

Effectivement, le FMI vient de publier la mise à jour de ses prévisions de croissance du PIB et il prévoit des récessions de 7% en moyenne en Europe et de 5% aux États-Unis en 2020. Concernant les pays émergents, tous les pays devraient connaître une sévère récession en 2020 (cf. tableau *infra*). La

³ Afghanistan, Bangladesh, Birmanie, Boutan, Cambodge, Laos, Mongolie, Népal et Pakistan

récession régionale moyenne prévue par le FMI s'établit à -3,3% (et -6,2% au Maghreb). Hors Égypte, elle atteindrait presque 4%. Des chiffres pour l'instant peu commentés, mais pas démentis et parfois confirmés par les différents gouvernements.

Ces récessions devraient s'étaler de 1,1% pour le Koweït à 12% pour le Liban. À part quelques exceptions, les pays qui vont souffrir des plus fortes récessions sont aussi ceux qui disposent de moins de ressources financières dans leurs fonds souverains pour soutenir l'ensemble des activités et des entreprises en difficulté.

Dans ce contexte particulièrement préoccupant, seule l'Égypte pourrait échapper à une contraction de son activité, le Fonds prévoit une croissance de 2%, au lieu de 5,6% initialement pour ce pays. Une récession pourrait être évitée uniquement à la condition que la crise du coronavirus reste contenue, ce qui n'est pas encore assuré dans ce pays de 100 millions d'habitants, où le confinement total est très difficile à réaliser.

	Pays	PIB 2020 (a/a,%)	Conséquence principale
1	Algérie	- 5,2	Déficits jumeaux > 10% PIB, chute des réserves en devises, dette publique en hausse
2	Arabie	- 2,3	Déficit public > 10% PIB, léger déficit externe, dette publique à 45% du PIB
3	Bahrein	n.d.	Creusement de déficits jumeaux pouvant nécessiter une nouvelle aide du Golfe
4	EAU	- 3,5	Déficit budgétaire et aide publique massive aux entreprises (15% PIB)
5	Égypte	2,0	Déficit budgétaire et forte pression sur les entreprises
6	Irak	- 4,7	Déficit budgétaire et externes abyssaux (entre 15% et 20% du PIB)
7	Iran	- 6,0	Tous les indicateurs détériorés : déficits, inflation, chômage, change
8	Israël	- 6,3	Déficit budgétaire creusé et ajustement de la politique monétaire
9	Jordanie	- 3,7	Déficits creusés et dettes en hausse, pression sur les entreprises et chômage
10	Koweït	- 1,1	Déficit budgétaire très élevé (15% PIB) et plan de soutien domestique massif
11	Liban	-12,0	Accentue la crise économique, financière et politique déjà à l'œuvre
12	Libye	n.d.	Peu d'impact dans un pays où la guerre civile s'intensifie autour de Tripoli
13	Maroc	- 3,7	Déficits jumeaux en hausse, tirage sur la ligne FMI pour contenir les tensions de change
14	Oman	- 2,8	Accentue les graves déséquilibres macros et risque de liquidité accru
15	Qatar	- 4,3	Retour des déficits jumeaux et hausse de la dette publique, Fonds souverain mobilisé
16	Syrie	n.d.	Impact inconnu compte tenu de la guerre en cours et des défaillances sanitaires
17	Tunisie	- 4,3	Déficits jumeaux déjà très élevés, recours supplémentaire au FMI, chômage en hausse
18	Yemen	n.d.	Impact inconnu compte tenu de la guerre en cours et des défaillances sanitaires

✓ Notre opinion – À ce stade de la crise du coronavirus, ces prévisions nous semblent réalistes et plutôt de bon sens. Les prévisions du FMI pour 2021 font état d'un fort rebond à +4,2% en moyenne dans la région, ce qui signifie que le Fonds a intégré dans son scénario central une reprise en V assez vigoureuse au sortir de la crise. Elle pourrait être remise en cause, si l'hypothèse d'un confinement au-delà d'un à deux mois maximum ne se réalise pas et est étendu plus durablement.

Cette récession va avoir plusieurs conséquences macro-économiques déjà identifiées : un large dérapage des déficits budgétaires et parfois courants, une chute probable des réserves en devises, des hausses de dettes publiques et externes et des tensions sur les changes pour les monnaies les plus fragilisées. Le tirage du Maroc sur sa ligne de précaution FMI est le signe que ces conséquences demandent une forte réactivité aux responsables politiques et aux autorités monétaires.

Mais les impacts micro-économiques sur le tissu des entreprises, quelle que soit leur taille, vont aussi être très élevés et ont déjà été pris en compte par les décalages de paiement des échéances bancaires dans la plupart des pays. Au total et en fonction de l'évolution de la crise sanitaire, la région devrait être très affaiblie par une crise qui touche le cœur de ses activités rentières.

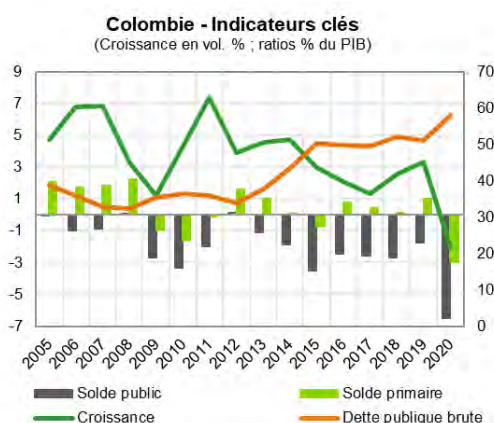
Amérique latine - Colombie et Pérou : « à chacun selon ses moyens »

Si le choc provoqué par l'épidémie de Covid-19 promet d'être globalement d'une sévérité historique, il risque d'être particulièrement douloureux pour les pays andins (grands exportateurs de matières premières) dont, notamment, la Colombie et le Pérou. Il est évidemment hasardeux (voire présomptueux) de chiffrer l'impact anticipé : on peut néanmoins livrer quelques « vagues » estimations. Rapprochées des chocs ressentis lors de la crise financière de 2008-2009, elles signalent que la crise actuelle (d'une nature inédite, puisque d'abord réelle) sera bien plus coûteuse en termes de croissance et de comptes publics.

La Colombie, soumise à une contrainte budgétaire assez forte, a réagi rapidement en annonçant un plan de soutien public limité, puisque son montant est à 1,4% du PIB (il s'accompagne cependant d'un programme de garanties publiques sur les crédits aux entreprises en difficulté). Tout en ne procédant qu'à de modestes baisses de son taux directeur (50 points de base, pb, depuis début mars à 3,75%), la Banque centrale a sensiblement assoupli les conditions de liquidité (élargissement des opérations de *repo* avec possibilité de prendre des obligations *corporate* en collatéral, programme d'achats d'obligations bancaires) et amorcé un *Quantitative Easing* (achat de titres publics sur le marché secondaire). Cet arsenal ne devrait pas empêcher une récession de l'ordre de -2,5% (au minimum) en 2020, impliquant une perte de plus de 5 points de croissance par rapport à 2019. Si la baisse de la demande intérieure permet de ne pas prévoir de forte détérioration des comptes extérieurs ni d'accélération violente de l'inflation, la détérioration des finances publiques sera substantielle. L'impact final serait un élargissement du déficit primaire de près de 6,5 points de PIB. Une partie de la hausse du déficit (perte de revenus due à la baisse des taxes sur les entreprises pétrolières et des dividendes sur Eco-petrol) se fera sentir en 2021. Le déficit primaire pourrait ainsi atteindre près de 3% (contre un excédent de 0,7% en 2019) conduisant à un total budgétaire déficit d'environ 6,5% du PIB. La dette publique brute pourrait ainsi atteindre 58% du PIB fin 2020.

À court terme, le principal défi est le maintien de la notation dans la catégorie *Investment Grade* (Moody's : Baa2 avec une perspective stable ; S&P et Fitch : BBB- avec une perspective négative) ; une possible dégradation serait naturellement suivie d'un élargissement des *spreads* sur la dette extérieure déjà passés de 165 pb début mars à 360 pb et d'une dépréciation du change (cf. graphique). La liquidité

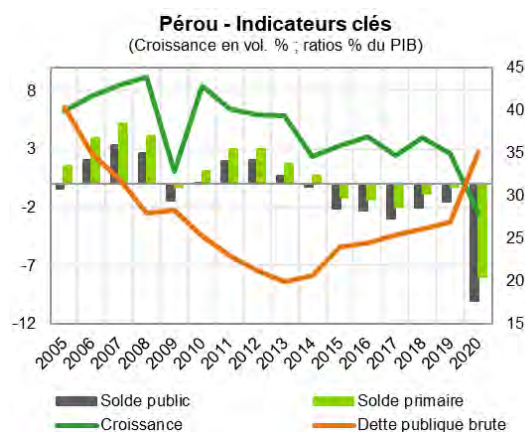
externe devrait « résister » et, en cas d'urgence, la Colombie peut compter sur le soutien du FMI (Ligne de Crédit Flexible, récemment renouvelée pour 10,8 milliards de dollars). Les réserves de change représentent 17% du PIB (20% en ajoutant la LCF du FMI), alors que le « stress potentiel » sur la liquidité en devises⁴ approche 12% du PIB. La réponse colombienne est donc coûteuse et interprétée comme telle par les marchés. Cependant, ceux-ci pénalisent « l'inaction » comme en témoigne le cas du Mexique avec des *spreads* passés de 175 pb à 365 pb en six semaines et une dépréciation du peso de plus de 20% contre dollar depuis le début de l'année.



Doté d'une marge de manœuvre budgétaire considérable, le Pérou a réagi rapidement et fortement. La réponse est à la fois monétaire avec la mobilisation d'outils traditionnels sans *Quantitative Easing* (deux baisses du taux de référence de 100 pb chacune à 0,25% ; assouplissement des règles de provisionnement et de constitution de réserves, *repo*) et fiscale : au total, le « paquet budgétaire » destiné à soutenir les ménages et les entreprises (gestion de crise puis « accélérateur » de relance) pourrait atteindre 12% du PIB. L'impact en termes d'aggravation des finances publiques sera dilué dans le temps. Néanmoins, combiné avec la baisse attendue des revenus, le déficit primaire pourrait atteindre 8% du PIB en 2020 (quasi équilibre en 2019) conduisant à un déficit total légèrement inférieur à 10%. La dette publique pourrait ainsi approcher près de 35% du PIB. En dépit des efforts déployés, la récession pourrait approcher -3,5% en 2020 impliquant une perte de près de 6 points de croissance par rapport à 2019.

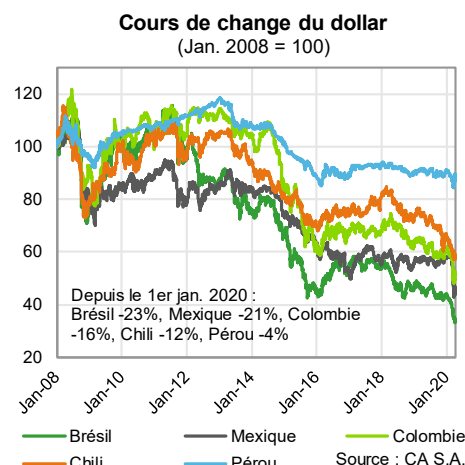
⁴ Selon la méthode du FMI (« Assessing Reserve Adequacy—Specific Proposals », avril 2015), il s'agit de la couverture par les réserves de change des sorties potentielles de devises émanant de sources diverses dont on fait une somme pondérée : (1) Recettes d'exportation (5% ; perte potentielle de recettes / entrées de capitaux provenant d'une baisse de la demande extérieure ou d'un choc négatif sur les termes de l'échange) (2) Dette à court terme (30% ; risques de

refinancement) (3) Passifs à moyen et long terme (15% ; sorties de portefeuille de non-résidents, y compris dettes à moyen et long termes et passifs en actions) (4) Agrégat monétaire M2 (5% ; risque de fuite des capitaux, i.e. stock d'actifs domestiques liquides qui pourraient être convertis en actifs étrangers pendant une crise). Une couverture de 100% à 150% des tensions potentielles est jugée appropriée à titre préventif.



À la perspective d'un alourdissement sensible du besoin de financement public, les *spreads* sur la dette extérieure se sont sensiblement écartés (de 85 pb début mars à 210 pb). En revanche, les indicateurs de liquidité en devises sont très confortables : les réserves de change représentent 30% du

PIB soit le triple du « stress potentiel » sur la liquidité en devises (défini précédemment). Ils permettent une bonne tenue du peso contre dollar.



Europe de l'Est : la situation au Kazakhstan

Le bilan sanitaire

L'Asie centrale a été l'une des dernières zones officiellement touchée, entre fin mars et avril. Pour l'instant, le nombre de cas et le taux de mortalité (nombre de décès sur nombre de cas : moins de 1%) sont donc très contenus. De même, les mesures de restriction de circulation ont été prises très tôt, pour l'instant, ciblées sur les grandes villes. Le pays n'est donc pas en confinement total. **Par ailleurs, la très faible densité kazakhe (l'une des plus faibles au monde) est un vrai atout face à la crise** actuelle : 6,7 habitants par km², contre 122 en France, 148 en Chine ou 454 en Inde... Enfin, **la population kazakhe est assez jeune** (trente ans en moyenne) et la part des plus de soixante-cinq ans est de 7%, contre 23% en Italie (14,6% en Russie).

Le déploiement de la maladie pourrait donc être freiné par ces obstacles naturels, ce qui limiterait le confinement et la chute du PIB.

Le plan d'aide du gouvernement

Il est important en matière budgétaire (9% du PIB) et ciblé sur les populations les plus fragiles : contrôle des prix, restrictions aux exportations alimentaires pour éviter tout problème d'approvisionnement, hausses des retraites, aides fiscales pour les PME etc. **Cette orientation sociale du plan s'explique plus par la situation politique fragile et la faible popularité du président Tokayev** (qui a succédé à N. Nazarbaïev en juin 2019), **que par une réelle précarité de la population** (le PIB par habitant est le plus élevé de la zone et le chômage est limité à 4,8%). Ainsi, les manifestations ont été nombreuses depuis un an, et la transition politique post-Nazarbaïev n'est pas encore achevée (d'autant que ce dernier a gardé des fonctions de contrôle importantes).

En matière monétaire, la politique kazakhe a été compliquée par la dépréciation de la devise en mars, dans le sillage du rouble. La Banque centrale a relevé ses taux à 12% et intervient sur le marché du change. Selon le FMI, le gouvernement aurait demandé aux grandes entreprises publiques de vendre une partie de leurs réserves en devises pour supporter le tengue. **C'est un point à surveiller dans les mois à venir, car la transparence statistique sur la dette des entreprises publiques est insuffisante.** Surtout, le pays souffre d'un historique de mauvaise « *willingness to pay* », lié aux défauts répétés de la banque BTA, qui avait pourtant un actionnaire souverain.

L'économie : la situation initiale fin 2019 et les principaux risques pour 2020

C'est un pays qui reste très dépendant du pétrole (40% des revenus budgétaires et 60% des exportations), mais aussi des activités minières qui contribuent à 50% de la production industrielle. **Donc une forte vulnérabilité au choc de matières premières : à ce jour, c'est plus le choc pétrolier qui pèse sur les prévisions de croissance que le choc Covid.**

Le FMI a annoncé une récession de 2,5%, après une croissance de 4,5% en 2019

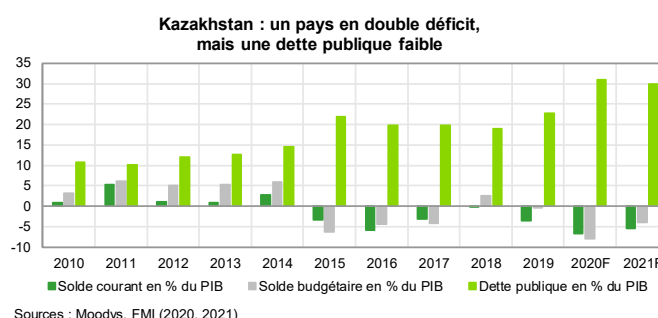
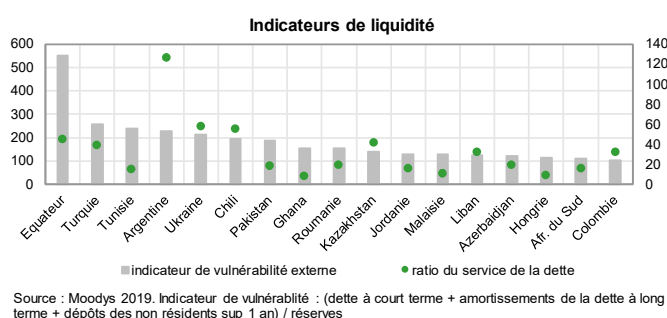
Le choc va être rude pour la population, d'autant que l'inflation va être nourrie par la dépréciation de la devise. Cela dit, en termes relatifs, la récession kazakhe sera sans doute limitée par rapport à beaucoup d'autres pays.

En revanche, dans ce contexte, le secteur bancaire risque de redevenir le maillon faible de l'économie du pays. Les créances douteuses commençaient tout juste à être « nettoyées » des crises précédentes, mais étaient encore à 8% du

total des actifs fin 2019. De plus, le taux de dollarisation des dépôts, qui avait baissé à 43% fin 2019 contre 70% en 2016, risque aussi de repartir à la hausse.

La vulnérabilité au choc des matières premières est d'autant plus importante que le Kazakhstan était en double déficit (budget et solde courant) avant la crise, et ces déficits vont augmenter nettement. Du côté du budget, la dette publique assez faible laisse cependant une marge de manœuvre. Quant au déficit courant, il était couvert par les investissements directs étrangers (3,5% du PIB en 2019), ce qui ne sera pas le cas dans les deux ans à venir. Ce sera une source d'endettement à venir, mais là encore, le pays a une marge de manœuvre, car il n'est pas très endetté. **Ce n'est donc pas sur la solvabilité que ce pays inquiète.**

La situation est plus délicate (et surtout moins transparente) pour la liquidité. Les ratios de liquidité de Moody's placent le Kazakhstan parmi les pays à surveiller, de même que la part importante de la dette privée dans la dette extérieure totale rapportée aux exportations (89% sur un total de 98,5%). Le niveau est certes encore loin d'un seuil d'alerte, estimé à 150%, mais la part du secteur privé est trop importante. **Elle s'explique par des crédits inter-entreprises qui, en temps normal ne posent pas de problème, mais qui peuvent devenir un segment plus fragile avec une récession mondiale.** Cependant, face à ces ratios, l'État Kazakh affiche aussi des actifs liquides à hauteur de 36,7% du PIB, concentrés dans son fonds souverain.



✓ **Notre opinion** – Le Kazakhstan n'est pas encore très menacé au plan sanitaire et ses caractéristiques naturelles en termes de population et de densité laissent espérer que la maladie ne le frappe pas trop durement. Néanmoins, choc sanitaire plus choc pétrolier vont conduire le pays en récession, bien qu'elle s'annonce plus contenue que dans beaucoup d'autres pays. Mais comme la croissance était élevée en 2019, le choc pour la population sera néanmoins très rude, ce qui n'est pas sans risque politique, pour un gouvernement déjà en difficulté l'an dernier. Les déficits budgétaire et courant vont donc s'accroître, mais la faible dette publique ouvre une marge de manœuvre au pays. Il faut néanmoins surveiller la dette du secteur privé, car c'est plus que jamais, avec le secteur bancaire, le maillon faible de cette économie.

Afrique sub-saharienne – Coronavirus : les multilatéraux se mobilisent pour éviter un effondrement économique du continent

La crise du coronavirus s'étend peu à peu sur le continent africain, et actuellement l'impact économique est plus élevé par l'effet des mesures préventives afin d'éviter la contagion, que par le nombre de victimes elles-mêmes concernées par la maladie. Au 14 avril, le nombre de personnes atteintes s'élève à seulement 9 145 personnes (dont 27% en Afrique du Sud) et le nombre de décès liés à l'épidémie très modeste à 73 personnes. En revanche, environ quarante pays sont déjà concernés.

Mais dans un continent où le confinement généralisé de la population est quasiment impossible et où sévit une grande pauvreté, précarité et des défaillances lourdes des systèmes de santé, la protection des populations reste pour tous les gouvernements une priorité sur les conséquences économiques.

Affectés depuis un mois par les mesures de confinement dans certains pays, par la chute de la

demande mondiale et la baisse du prix de certaines matières premières, les économies du continent ont massivement appelé à l'aide financière du FMI et des multilatéraux.

Le FMI et la Banque mondiale ont promis une aide cumulée de 65 milliards de dollars pour les pays les plus pauvres, dont majoritairement des pays africains. Sur une liste de vingt-cinq pays bénéficiaires de l'aide fiduciaire d'urgence du Fonds, treize sont africains (Bénin, Burkina Faso, Centrafrique, Tchad, Comores, Congo Kinshasa, Gambie, Guinée Bissau, Libéria, Madagascar, Malawi, Mali, Mozambique, Niger, Rwanda, Sao Tomé, Sierra Leone et Togo).

Afrique sub-saharienne : Coronavirus et PIB 2020

Pays	Cas de covid19	PIB 2020 (a/a, %)	PIB 2018 (Mds USD)
Nigeria	407	-3,4	422
Afrique du Sud	2 506	-5,8	368
Angola	19	-1,4	106
Kenya	234	1,0	88
Ethiopie	92	3,2	80
Ghana	641	1,5	66
Congo - Kinshasa	267	-2,3	47
Côte d'Ivoire	654	2,7	43
Cameroun	848	-1,2	39
Zimbabwe	23	-	31
Soudan	32	-	31
Ouganda	55	3,5	30
Zambie	48	-3,5	27
Sénégal	335	3,0	24
Botswana	15	-	19
Mali	148	1,5	17
Gabon	80	-	17
Mozambique	31	-	15
Namibie	16	-	15
Maurice	324	-	14

Sources : EIU, FMI, presse, Crédit Agricole S.A.

D'autres aides ont été promises par l'Union européenne (20 milliards de dollars), la France (1,5 Md) et la Banque Africaine de Développement (20 Mds).

Afin de prévenir des problèmes de liquidité après la forte fuite de capitaux du mois de mars, les pays du G20 ont accepté à l'unanimité la suspension du remboursement des dettes souveraines pour une période d'une année. De son côté, la France plaide pour une annulation pure et simple de la dette pour les pays africains les plus endettés.

Dans ses dernières prévisions macro-économiques intégrant l'impact de la crise coronavirus et la chute du prix du pétrole, le FMI estime que l'Afrique sub-saharienne devrait voir sa croissance se contracter de 1,6% en 2020 après une croissance de 3,1% en 2019. Cette année, tous les pays producteurs de pétrole devraient connaître une récession qui sera en moyenne proche de 3%, le Nigéria connaissant la plus forte contraction à 3,4%. Mais selon le Fonds, c'est l'Afrique du Sud qui devrait souffrir de la plus forte récession à 5,8%, compte tenu de ses difficultés économiques antérieures à la crise sanitaire. (cf. prévisions du FMI tableau ci-dessous).

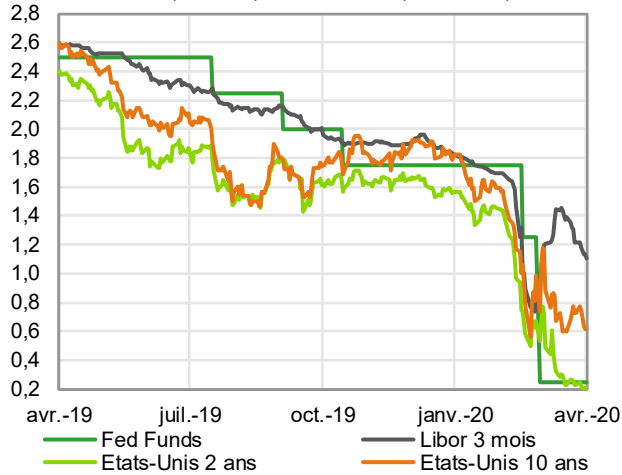
Selon l'institution multilatérale, les pays à plus faible revenus pourraient échapper à contraction des activités qui s'annonce mondiale.

✓ Notre opinion – Les spécialistes des crises sanitaires ont encore à ce stade beaucoup de difficultés à anticiper l'évolution de la crise du coronavirus sur le continent africain et les prochaines semaines seront déterminantes pour savoir si cette pandémie peut s'étendre ou si les mesures déjà prises seront suffisamment efficaces pour en stopper l'extension. Mais des questions lourdes comme le risque de pénuries alimentaires ou des difficultés d'approvisionnement dans certaines régions par la désorganisation des circuits de distributions sont à surveiller étroitement. Si les initiatives des multilatéraux permettent d'atténuer immédiatement les plus fortes tensions de liquidité dans certains pays, les prévisions de croissance du FMI dessinent les contours d'une année particulièrement difficile pour l'économie du continent.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

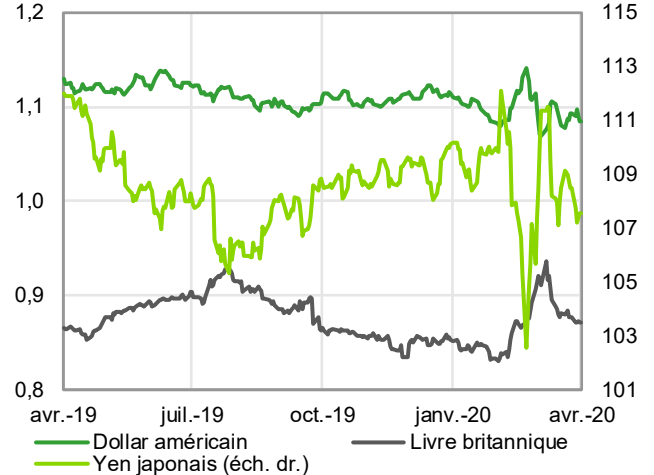
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

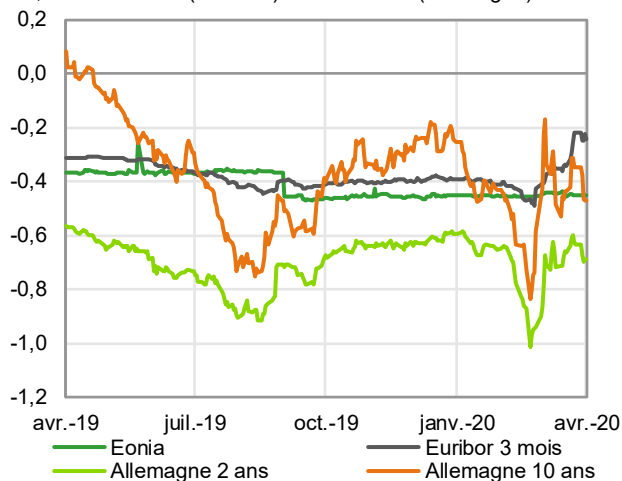
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

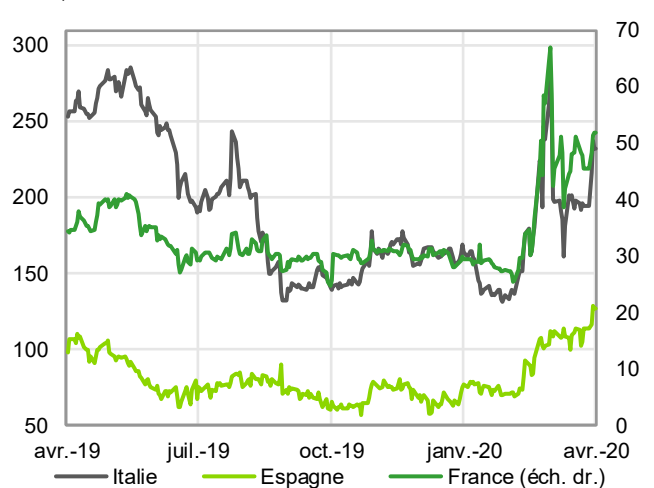
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

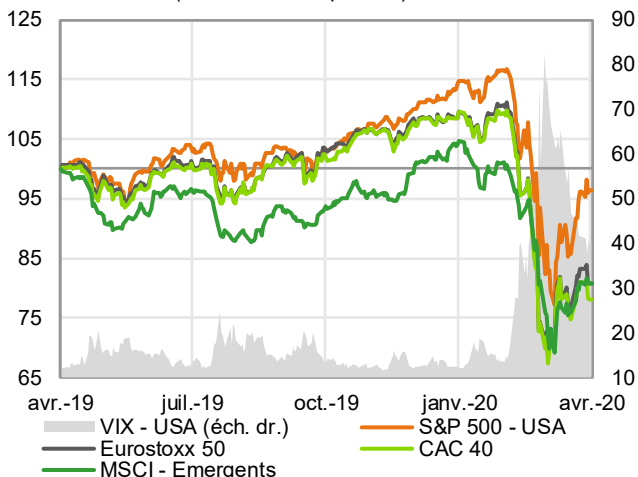
Pdb, dette en EUR à dix ans



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

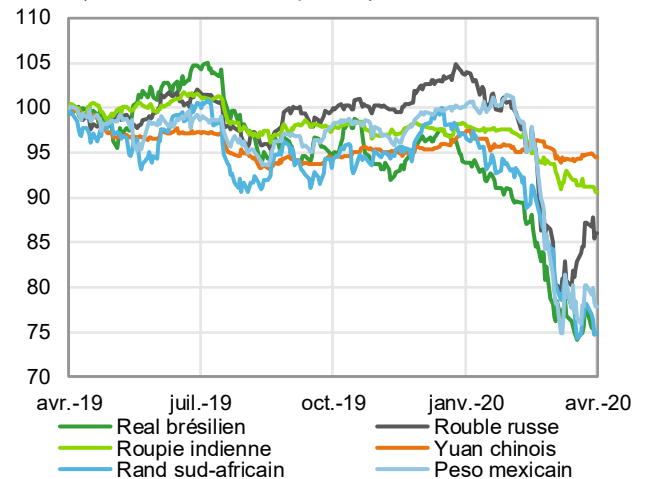
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

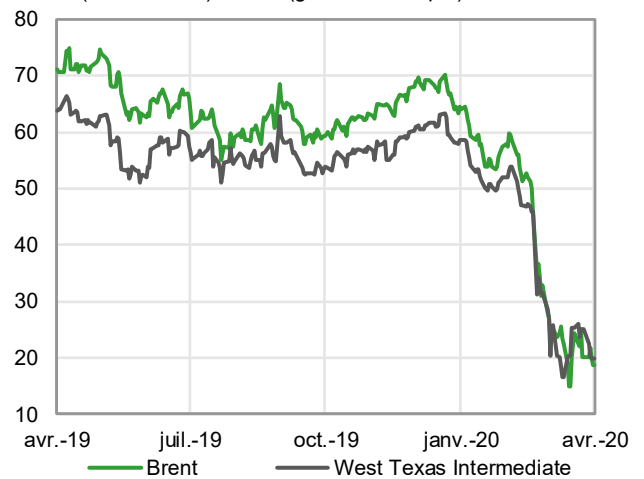
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

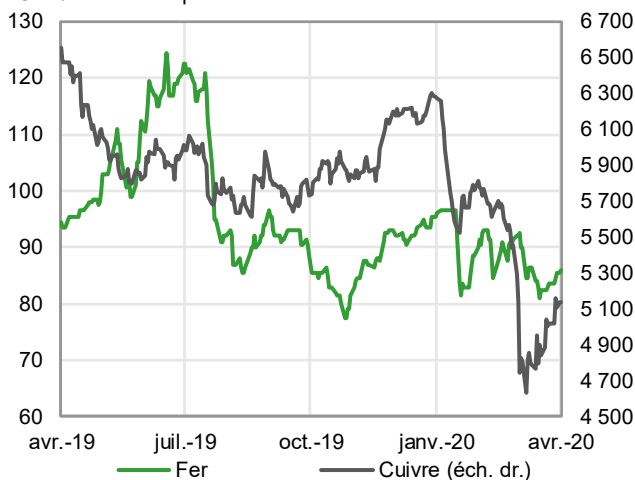
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

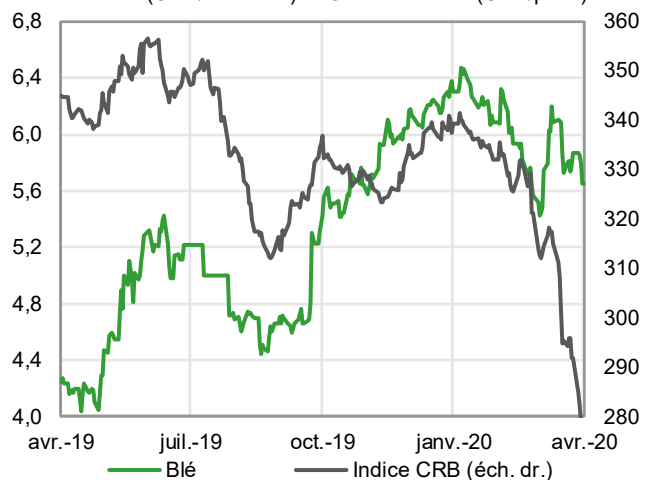
USD/tonne métrique



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
17/04/2020	<u>Allemagne – Impact Covid-19 : de la crise sanitaire à la gestion de crise économique</u>	Allemagne
16/04/2020	<u>PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole - spécial Covid-19, n°3</u>	Agri-agro
15/04/2020	<u>L'Usine du Futur en rempart à la paralysie de l'économie ?</u>	Sectoriel
14/04/2020	<u>Le Royaume-Uni et la crise du Covid-19</u>	Royaume-Uni
10/04/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
10/04/2020	<u>France – Impact Covid-19 : une récession en 2020 mais de quelle ampleur ?</u>	France
10/04/2020	<u>Italie – Premiers pas dans la crise et premiers impacts sur l'économie</u>	Italie
09/04/2020	<u>PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole - spécial Covid-19, n°2</u>	Agri-agro
03/04/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde

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 LÉBOUGRE

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Cécile JIN

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

Statistiques : Robin MOURIER

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Véronique CHAMPION – Fabienne PESTY

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

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.