Perspectives

Hebdomadaire – N°20/083 – 24 avril 2020

MONDE – L'actualité de la semaine

- Petits dérapages contre grand plongeon 1
- Prix négatifs : la fin du pétrole ? 3
- France : tristes records pour le climat des affaires en avril 5
- Zone euro : les enquêtes d'activité suggèrent un choc plus violent que celui de la crise de 2009 5
- Allemagne : une économie sous assistance budgétaire ! 6
- Royaume-Uni : un marché du travail moins tendu avant la crise du Covid-19, un fort démarrage du JRS 7
- Royaume-Uni : recul de l'inflation en mars 8
- Royaume-Uni : chute abyssale des PMI en avril 9
- Corée du Sud : après la crise sanitaire, quel scénario de reprise ? 10
- Moyen-Orient - Afrique du Nord : forte hausse des dettes publiques attendue en 2020 et 2021 11
- Hongrie : quand la solution devient partie du problème 12
- Russie : le Covid réactive le risque politique 13
- Amérique latine – Mexique : la triple peine 14

Petits dérapages contre grand plongeon

Les petits dérapages, ce sont ceux enregistrés cette semaine par, d'une part, les marchés actions en repli seulement modeste et, d'autre part, les taux souverains sans risques et les primes offertes par le crédit *corporate*, sous tensions modérées. Les grands plongeons, ce sont ceux du taux Libor trois mois et du prix du pétrole. Le repli du Libor (qui perd 22 points de base – pb – sur la semaine à 0,89%, se retrouvant ainsi inférieur à 1% pour la première fois depuis le pic de la crise sur les marchés mi-mars) peut être imputé à l'utilisation active du CPFF (*Commercial Paper Funding Facility*) mis en œuvre par la *Federal Reserve*. Quant à la chute du prix du pétrole qui s'est temporairement noyé dans des eaux négatives, elle relève de facteurs techniques mais, plus fondamentalement, d'un excès de stocks avéré (cf. « *Prix négatifs : la fin du pétrole ?* »). Enfin, sans prétendre à l'exhaustivité, il convient d'ajouter la lente dérive : il s'agit de celle des primes de risque offertes par les pays *non core* de la zone euro, Italie et Espagne dont les *spreads* s'écartent de, respectivement, 17 pb (à 243 pb au-dessus du Bund) et 21 pb (à 151 pb).

Le marché semble donc digérer plus aisément le flot quasi incessant de chiffres économiques dramatiques. Parmi les statistiques les plus éloquentes, figurent notamment les 4,43 millions de nouvelles demandes d'allocations chômage aux États-Unis (qui portent le nombre de personnes ayant ainsi fait valoir leurs droits aux allocations chômage au cours des quatre dernières semaines à 26,4 millions, soit 17,4 % de la population active employée avant la crise) ou les PMI flash d'avril de la zone euro avec un PMI composite à 13,5 (11,7 pour les services). Le marché (en particulier celui des actions) semble donc temporairement ne plus s'affoler à la publication de chiffres d'activité signalant une contraction historique, probablement rassuré par les plans de soutien budgétaire d'une ampleur tout aussi historique. À cet égard, le Congrès américain a adopté une loi de finances rectificative prévoyant un soutien budgétaire supplémentaire (484 milliards de dollars, soit un peu plus de 2% du PIB) visant à renforcer le plan de relance de mars (*Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security, CARES Act*) et à « rallonger »

le programme de prêts aux PME (*Paycheck Protection Program*).

En revanche, couplés à des récessions susceptibles d'approcher moins de 10%, les soutiens budgétaires massifs ont un coût et les marchés de taux continuent de s'inquiéter de la dérive des comptes publics des pays du sud de l'Europe, par ailleurs les plus sévèrement affectés. Si les achats importants de la BCE ont permis d'apporter un peu de calme, ils ne parviennent cependant pas à contrer la dérive ininterrompue des primes de risque : les *spreads* italiens, après avoir culminé à 282 pb le 17 mars, se sont certes contractés pour ne plus atteindre que 161 pb le 26 mars. Depuis lors, ils se sont néanmoins écartés de près de 90 pb, alors que les *spreads* espagnols se redressaient de quelques 50 pb.

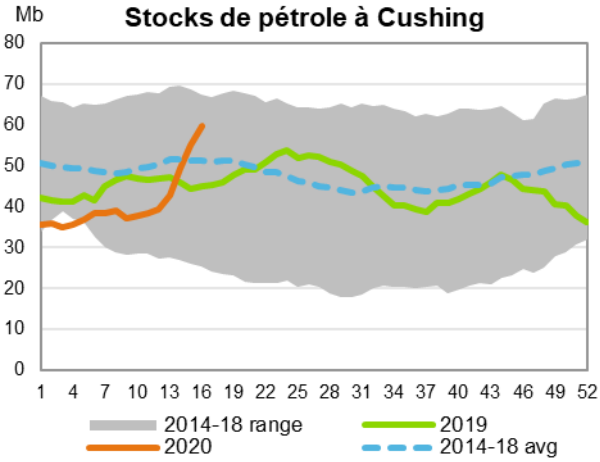
Le marché attend donc plus que la sécurité offerte par la BCE qui pourtant ne ménage pas ses efforts, ayant même annoncé qu'elle accepterait de prendre, en garantie de ses opérations de refinancement, certaines dettes notées en *High Yield* sous réserve qu'elles aient été notées *investment grade* au 7 avril. Mais, l'Union européenne ne progresse encore que lentement. Le Conseil européen a certes approuvé le plan de soutien de 540 milliards d'euros décidé par l'Eurogroupe il y a deux semaines. Il a également chargé la Commission et l'Eurogroupe d'élaborer un fonds de relance, sans cependant fournir de détails sur la taille de ce fonds, ni sur la répartition des aides entre transferts et prêts. Malgré l'urgence, l'Europe se révèle timide.

Editorial

☞ Prix négatifs : la fin du pétrole ?

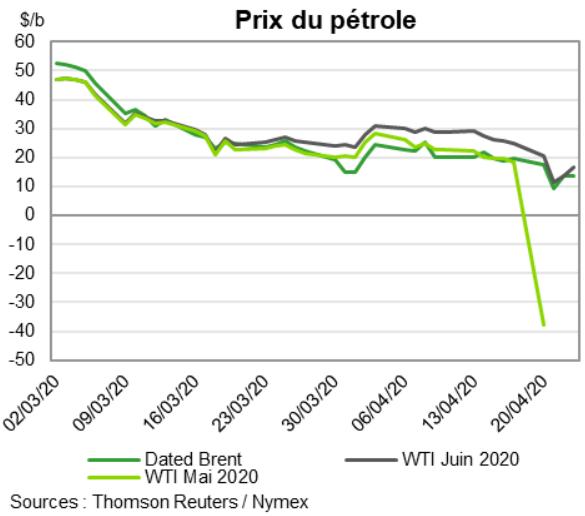
En deux jours, la référence américaine du prix du pétrole WTI a perdu près de 56 dollars par baril le 20 avril, pour ensuite se redresser de près de 46 dollars le lendemain. Le prix est passé de 18,27 dollars le vendredi 17 avril à 8,91 le mardi 21, après avoir atteint le niveau historique de -37,63 dollars par baril. Seule la référence de prix de pétrole américain a enregistré une baisse d'une telle amplitude le 20 avril et une telle volatilité. La référence principale du négoce du pétrole en dehors des États-Unis, le Dated Brent a certes fortement baissé, mais dans une moindre mesure, et les prix sont restés positifs. Ayant clôturé la semaine dernière à 19,75 dollars, le Dated Brent s'échangeait à 17,36 dollars le lundi 20 avril, alors que le WTI était à -37,63 dollars. Le lendemain, le Dated Brent a connu une forte chute, perdant près de 50%, tandis que le WTI redevenait positif. Enfin le 22 avril, le WTI et le Dated Brent regagnaient respectivement 35% et 50%. Comment une telle volatilité peut-elle s'expliquer, pourquoi de tels mouvements erratiques, browniens et pourquoi le prix de référence du pétrole américain a-t-il sombré et atteint une valeur négative pour la première fois de son histoire ?

Le premier paramètre susceptible d'expliquer cette spécificité américaine tient à la complexité, aux différences de formation des prix de référence du pétrole et aux liens entre prix des *futures* et des indices spot. Le contrat *future* « *near month* » ou « *front month* », qui jusqu'au 20 avril était le contrat *future* pour livraison au mois de mai, sert de référence à de nombreux autres indices comme le prix spot WTI, le WTI Midland ou le Louisiana Light Sweet (LLS). À partir du 21 avril, le contrat pour juin est le nouveau support au contrat « *near month* ». Le Dated Brent est la moyenne du prix des cargos de pétrole de mer du Nord échangés en une période donnée. Cette moyenne est estimée quotidiennement par des agences comme Platts ou Argus. Le second paramètre ayant contribué au brusque plongeon du WTI le 20 avril est la crainte de saturation des capacités de stockage américaines localisées à Cushing dans l'Oklahoma, où s'échangent les cargaisons de pétrole sur la base du WTI. Au 17 avril, les stocks de Cushing s'élevaient à 60 millions de barils pour une capacité de 76 millions. Ce n'est pas la première fois que les stockages à Cushing atteignent de tels niveaux. Cependant, la totalité des capacités restantes seraient déjà réservées, laissant très peu de disponibilité pour les acteurs qui auraient omis de réserver des capacités. D'où la crainte pour de plus en plus d'acteurs que les stocks américains, et notamment ceux de Cushing, arrivent à saturation complète dès le mois de mai. Ainsi, le 20 avril était la dernière journée permettant aux acteurs ayant pris des positions longues (achats à terme) sur le mois de mai de se couvrir pour éviter de se retrouver pris au piège avec des barils de pétrole qu'ils ne pourraient pas écouler ou stocker. Pour se protéger, ils doivent prendre des positions courtes (ventes à termes) sur le mois de mai. Faute d'acheteurs ou de contreparties, ces acteurs (raffineries, négociants, compagnies aériennes et spéculateurs) exposés à un manque de capacité de stockage se sont retrouvés contraints à vendre des contrats à terme de pétrole à des prix négatifs. Cette baisse du contrat pour mai a entraîné dans son sillage d'autres références de prix du pétrole américain vers des prix négatifs. C'est donc l'absence de liquidité, dans un marché en ayant pourtant fait preuve, qui a provoqué ce brusque et éphémère plongeon du prix du pétrole américain dans les valeurs négatives.



Source : Crédit Agricole S.A./ECO

La tendance est toutefois à une baisse du prix du pétrole. Le contrat WTI pour juin, le Dated Brent ont baissé. Les craintes d'une saturation des capacités de stockage aux États-Unis, mais aussi dans le monde, continueront à peser sur les cours du pétrole. Il n'est pas impossible que des prix négatifs affectent le WTI autour du 20 mai, et même le Dated Brent, si jamais les réductions de production conclues par l'OPEP+ pour le mois de mai et celles envisagées par l'autorité de régulation de l'exploration pétrolière au Texas, le *Texas Railroad Commission* (TRCC) le 5 mai, ne sont pas suffisantes pour soulager les tensions sur les capacités de stockage de pétrole. Il est possible que ces mesures exceptionnelles (près de 10 millions de barils par jour pour l'OPEP+ et environ 1 million de barils par jour envisagés par la TRCC) ne soient pas suffisantes et arrivent trop tard pour éviter une saturation des stocks. Un phénomène et une spécificité du marché américain du pétrole pourraient ainsi se propager au reste du monde. Le déconfinement partiel des populations est donc capital pour l'industrie pétrolière et devrait limiter la répétition de prix négatifs qui pour autant ne signifient pas la fin du pétrole.



Avec le développement des énergies renouvelables, les marchés européens de l'électricité connaissent régulièrement des périodes de prix négatifs lorsque la demande est faible. Pour autant, ces prix négatifs n'annoncent pas la fin de l'électricité ou des renouvelables. Le prix négatif est surtout révélateur d'un déséquilibre entre l'offre et la demande, lorsque les capacités de stockage ne sont plus suffisantes pour absorber les excès de production. Avec le déconfinement progressif, la demande de pétrole devrait augmenter progressivement. Il est encore difficile d'estimer la force de la reprise de la demande en produits pétroliers. On peut raisonnablement estimer que la consommation de kerojet[1] se fera lentement avec une reprise progressive et certainement lente du trafic aérien. Il est, en revanche, plus ardu d'estimer le profil de la reprise de la consommation d'essence et de diesel. D'un côté, la crainte de la contamination dans les transports en commun pourrait provoquer une augmentation de l'utilisation de la voiture personnelle (et peut-être aussi une baisse du covoiturage) pour se rendre au travail et partir en vacances. D'un autre côté, le développement du télétravail pourrait limiter l'usage du véhicule pour les transports entre domicile et travail.

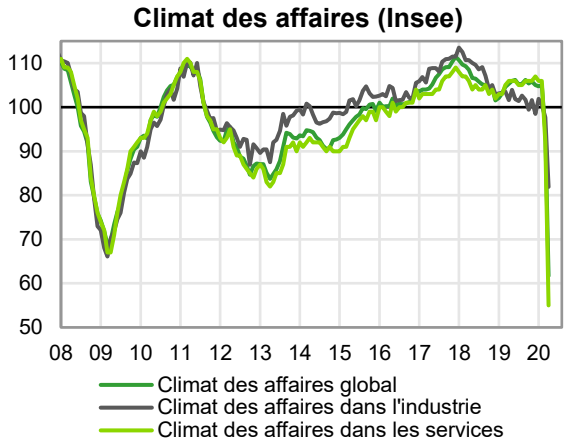
Les prix négatifs du pétrole ne marquent pas le début de la fin du pétrole dont la baisse de la consommation dépendra surtout de l'essor de moyens de mobilité bas carbone dans le monde et pas uniquement en Europe. Outre le fait que les prix négatifs soulignent un défaut de capacité de stockage, ils sont surtout révélateurs de la gravité de la crise économique provoquée par le Covid-19.

[1] Carburant, dérivé du kérosène pour avions à réaction

Zone euro

France : tristes records pour le climat des affaires en avril

Tant dans l'industrie que dans les services, les enquêtes du climat des affaires de l'Insee ont enregistré des chutes record au mois d'avril. Dans l'industrie, l'indice perd 16 points à 82, en particulier, les perspectives de production tombent au plus bas ce qui montre l'incertitude entourant l'activité manufacturière dans les mois à venir. Dans les services, la chute est plus spectaculaire encore. L'indice perd 37 points (après en avoir déjà perdu 14 en mars) et atteint 55, son niveau le plus faible depuis la création de l'enquête en 1989. Tout comme dans l'industrie, ce sont les perspectives d'activité qui sont au plus bas. La sortie de crise est encore très incertaine et ne permet pas aux professionnels d'envisager la reprise de l'activité avec sérénité, malgré l'ampleur des mesures de soutien. Par secteur, l'impact est, de façon prévisible, particulièrement important dans l'hébergement restauration, secteur directement affecté par les fermetures d'établissements et qui sera pénalisé plus durablement, à la fois par la réouverture progressive des commerces et par la baisse de la clientèle étrangère qui devrait durer plusieurs mois encore. Le gouvernement doit encore annoncer son plan d'aide à destination des secteurs les plus fortement impactés par la crise actuelle.



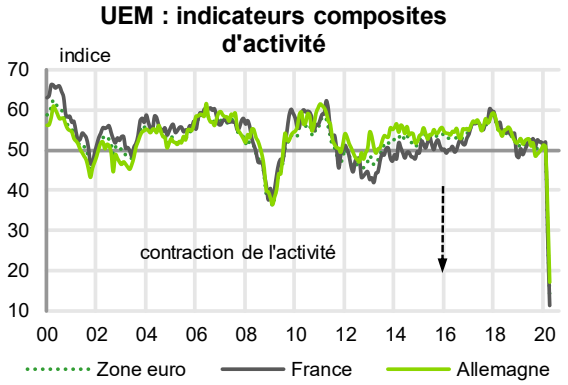
Sources : Insee, Crédit Agricole S.A.

Les signaux transmis par les enquêtes auprès des directeurs d'achats par IHS Markit sont tout à fait similaires. À 10,4, le PMI des services atteint un plancher historique et chute de 17 points par rapport au mois de mars. Pour rappel, un PMI au-dessus de 50 indique une expansion économique… Dans l'industrie, le PMI s'établit à 31,5 en avril atteignant également son plus faible niveau historique.

☑ **Notre opinion –** *Les niveaux encore jamais atteints du climat des affaires ne permettent actuellement pas d'établir un lien direct avec la croissance. En effet, nous ne disposons pas de comparaison historique pour lier ce faible niveau de confiance à un taux de croissance du PIB. Ils nous informent néanmoins sur l'ampleur sans précédent de la crise que nous traversons actuellement. Pour rappel, un mois de confinement coûte environ 3 points de PIB annuel à l'économie française. En outre, les modalités du déconfinement et de la reprise de l'activité restent très incertaines, ce qui ne permet pas aux chefs d'entreprises d'anticiper leur production pour les mois à venir.*

Zone euro : les enquêtes d'activité suggèrent un choc plus violent que celui de la crise de 2009

L'indice d'activité des directeurs d'achat en zone euro enregistre son plus faible niveau historique en affichant un indice composite à 13,5 points au mois d'avril (après 29,7 points en mars). Il suggère la plus forte contraction de l'activité jamais enregistrée depuis vingt ans. À titre de comparaison, l'indice avait atteint 36,2 points au plus fort de la crise de 2009. Cette détérioration de l'indice PMI reflète l'effondrement de l'activité suite aux mesures drastiques d'arrêt de la production non essentielle et de confinement de la population pour endiguer la pandémie du Covid-19. La composante manufacturière de l'indice endure le choc des multiples fermetures d'usines avec un indice en chute de 10 points (à 33,6 points), tandis que les services accusent une contraction plus sévère encore avec un indice à 11,7 points (en baisse de 14 points).



Sources : IHS, Crédit Agricole S.A.

Les services de restauration, d'hébergement et de tourisme sont les plus impactés par les restrictions d'ouverture. Dans les services, le taux de suppression de postes atteint son plus haut niveau historique, tandis que dans l'industrie il est équivalent à celui observé en avril 2009. Les indices composites en France et en Allemagne atteignent leur plus bas niveau jamais constaté, mais l'indice allemand enregistre néanmoins une contraction moindre à 17,1 points comparativement à la France à 11,2 points. L'indice du climat des affaires en Allemagne ressort à 74,3 points en avril (après 85,9 points en mars), son plus bas niveau historique tandis que les anticipations d'activité demeurent des plus pessimistes à 69,4 points en raison de la crise du coronavirus.

☑ **Notre opinion –** *Les indicateurs d'activité du mois d'avril reflètent un niveau de contraction jamais observé depuis vingt ans. Le PIB en zone euro pourrait ainsi se contracter de 7,5% du PIB au deuxième trimestre en se basant sur l'indice PMI composite. Ces données confirment un choc de croissance plus élevé que celui de la crise de 2009 et souligne l'impératif de soutien budgétaire massif des États pour amortir ses effets sur l'emploi, la demande et ainsi envisager une reprise très graduelle de l'activité.*

☞ Allemagne : une économie sous assistance budgétaire !

Cette semaine, l'Allemagne a entamé un début de normalisation de son activité économique en autorisant la réouverture des commerces dont la surface de vente est inférieure à 800 m². Les librairies, les commerces d'automobiles et de vélos ont également été autorisés à ouvrir sans restriction de taille. L'ensemble de ces commerces est néanmoins soumis à des règles de distanciation sociale et d'hygiène, notamment en respectant une distance de 1,5 mètre entre les personnes et en évitant les files d'attente. Les salons de coiffure seront autorisés à reprendre leur activité à partir du 4 mai, date à partir de laquelle les écoles et universités pourront également accueillir leurs élèves, mais en effectif réduit uniquement. Toutefois, certains événements demeurent interdits jusqu'au 31 août, c'est le cas des festivals d'été et des rencontres sportives. Les rassemblements religieux et les déplacements à titre privé sur le territoire restent non autorisés jusqu'à nouvel ordre. Enfin, les industries et les PME peuvent reprendre leur activité sous condition de sécurité sanitaire à laquelle les entreprises devront veiller.

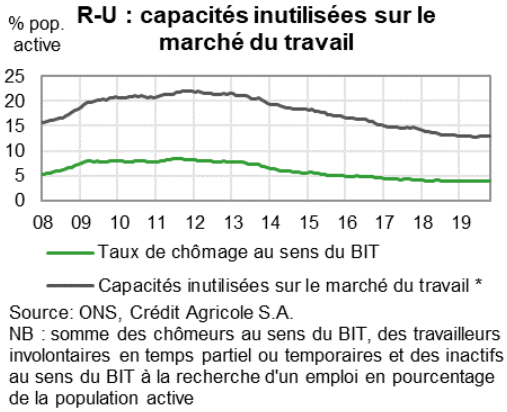
De son côté, le ministère des Finances allemand a dévoilé son programme de stabilité pour l'année 2020. Celui-ci intègre le plan de soutien à l'économie pour 156 Mds € (4,6 points de PIB) adopté fin mars par le Parlement et décomposé en 122 Mds € de dépenses supplémentaires (50 Mds € pour les PME et indépendants, 55 Mds € d'aides diverses pour lutter contre la pandémie et 7,5 Mds € au titre de l'allocation chômage) et 33,5 Mds € de baisse des recettes. À ces dépenses fédérales, s'ajoutent également le déficit des Länder à hauteur de 65 Mds € (-1,6 point) et celui des collectivités locales pour 17 Mds € (-0,5 point), ainsi que celui de la sécurité sociale pour 15,3 Mds € (-0,5 point). Au total, le déficit budgétaire estimé des administrations publiques s'élève ainsi à 7,3 points de PIB en 2020 et le ratio de dette publique sur PIB à 75,3%. Toutefois, le gouvernement de coalition a déjà acté d'une nouvelle enveloppe de 10 Mds € supplémentaires (0,3 point de PIB). Elle intègre une réduction de la TVA à 7% dans la restauration du 1er juillet au 30 juin 2021 pour un coût de 5 Mds €, des allégements fiscaux pour les petites et moyennes entreprises à hauteur de 4 Mds €, une hausse des prestations de chômage partiel (indemnisation à 80% et 87% pour les familles, des pertes de revenus à partir du septième mois de chômage partiel) à hauteur de 1 Md €, et 500 millions d'euros pour améliorer l'équipement informatique des élèves.

☑ **Notre opinion –** *L'Allemagne entame le redémarrage de son système productif pour limiter au mieux les effets néfastes de la crise sanitaire sur son économie. Son soutien budgétaire est massif et à large spectre, il atteint 7,3 points de PIB, du jamais vu historiquement. Toutefois, d'autres mesures semblent nécessaires pour soutenir la population et davantage sans doute encore pour relancer la croissance. La coalition semble aujourd'hui prête à toutes les concessions budgétaires pour revenir sur le chemin de la prospérité des dix dernières années.*

Royaume-Uni

☞ Royaume-Uni : un marché du travail moins tendu avant la crise du Covid-19, un fort démarrage du JRS

Les données à fin février montrent un marché du travail qui est resté relativement dynamique avant la mise en place des mesures de distanciation sociale, mais où les tensions salariales sont en recul. Les créations nettes d'emploi sur les trois derniers mois à fin février s'élèvent à 172 000, ce qui est supérieur à la moyenne des cinq dernières années, et portent l'emploi total à un nouveau record de 33,07 millions, soit 76,6% de la population âgée de seize à soixante-quatre ans. Un nombre qui n'est toutefois pas suffisant pour absorber une nouvelle forte hausse de la population active (+230 000), ce qui conduit à une légère hausse du taux de chômage à 4% sur les trois mois à fin février, depuis 3,9% en janvier. À 64,4% le taux de participation est proche de son record historique du début des années 90. La croissance de la rémunération ralentit à 2,8% depuis 3,1% en janvier. Celle des salaires recule à 2,9% depuis 3,1% en janvier. En parallèle, le nombre de postes à pourvoir baisse à 795 000 sur le premier trimestre 2020 (données récoltées le premier vendredi du mois de mars), ce qui représente une réduction de 6 000 par rapport au dernier trimestre 2019 et de 52 000 sur un an. Le ratio nombre de chômeurs par poste à pourvoir augmente légèrement à 1,7, tout en restant proche de ses plus bas historiques.



Source: ONS, Crédit Agricole S.A.
NB : somme des chômeurs au sens du BIT, des travailleurs involontaires en temps partiel ou temporaires et des inactifs au sens du BIT à la recherche d'un emploi en pourcentage de la population active

☑ **Notre opinion –** *Le marché du travail britannique était au plein emploi avant la crise du Covid-19 comme le suggèrent à la fois le taux de chômage inférieur à son taux d'équilibre de long terme (estimé à 4,25%) et les mesures plus larges des capacités inutilisées, telles que le taux des emplois temporaires ou à temps partiel subis et des inactifs souhaitant travailler (à 3,7% et 5,4% respectivement de la population active). Par ailleurs, des créations d'emplois soutenues témoignent d'une reprise du dynamisme du marché de travail depuis le quatrième trimestre 2019, probablement en lien avec un horizon éclairci sur la date du* Brexit.

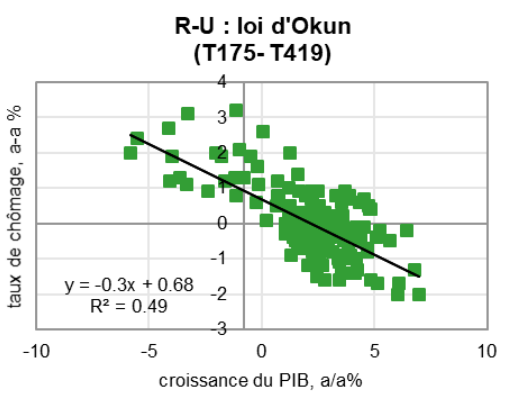
Néanmoins, les signes de baisse des tensions sur le marché du travail se sont accumulés. Le taux de chômage a augmenté pour le deuxième mois consécutif. La croissance des salaires (2,9%) a ralenti significativement depuis son pic en juin 2019 (4%). La croissance des postes à pourvoir est négative pour le dixième mois consécutif. Le taux de demandeurs d'allocations chômage a augmenté légèrement en mars (données collectées le deuxième jeudi du mois, donc avant les mesures de distanciation sociale), +12 200 à 3,5% de la population active, depuis 3,4% en février.

*L'impact de la pandémie et de la fermeture des activités « non-essentielles » sera visible dans les chiffres du marché du travail à partir du prochain rapport statistique, qui couvrira la période à fin mars. Il devrait faire état d'une détérioration considérable des conditions sur le marché du travail et d'une hausse du taux de chômage qui devrait être significative. Le gouvernement a déjà annoncé une hausse de 950 000 des demandes de prestations sociales (*the Universal Credit*, qui inclut les allocations chômage parmi d'autres aides) entre le 16 et le 31 mars, contre 100 000 en temps normal pour une période de deux semaines. Selon* The Resolution Fondation*, ce chiffre est cinq fois plus élevé qu'au plus haut de la crise financière ce qui suggère une hausse du taux de chômage « plus rapide et au moins aussi importante que celle observée après la crise financière de 2008 ». Le taux de chômage avait alors augmenté de 5,2% début 2008 à 8,5% en novembre 2011.*

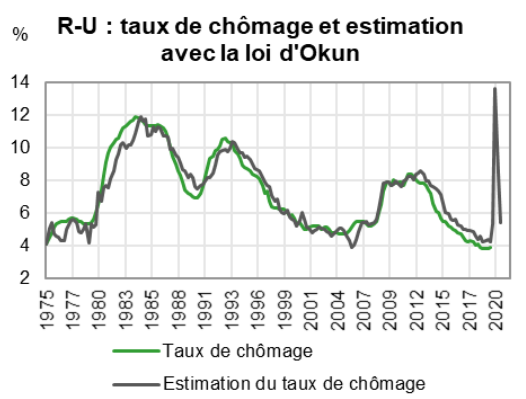
*Les inscriptions à l'*Universal Credit *ont baissé au cours des deux premières semaines d'avril à 600 000 au total et devraient continuer de reculer dans les prochains jours les employeurs ayant recours aux plans d'aide du gouvernement, notamment le* Coronavirus Job Retention Scheme *(JRS), entré en vigueur le 20 avril dernier. Au travers de ce dispositif, le gouvernement s'engage à prendre en charge 80% des salaires, avec un plafond à 2 500 £, ce qui devrait permettre aux salariés de garder leur emploi et de continuer à percevoir un revenu, limitant la hausse du taux de chômage.*

Sans ce plan d'aide, celle-ci pourrait être significative. La loi d'Okun, qui permet d'estimer la variation du taux de chômage pour un choc donné sur l'activité, suggère que le taux de chômage pourrait atteindre 13% au deuxième trimestre (soit environ 3,4 millions de chômeurs en plus à 4,6 millions), un record jamais vu en temps de paix, si la baisse cumulée de l'activité atteignait 30% au premier semestre. Un recours massif des

entreprises au JRS devrait limiter cette hausse du chômage le temps que le dispositif est en place (jusqu'à fin juin pour le moment). Le démarrage du JRS est encourageant : cette semaine, le gouvernement a révélé que 2,8 millions de salariés au sein de 387 000 entreprises allaient recevoir les salaires payés par l'État à travers le JRS, ce qui devrait limiter la hausse du taux de chômage à environ 5,3% selon nos estimations.



Source : ONS, Crédit Agricole S.A.

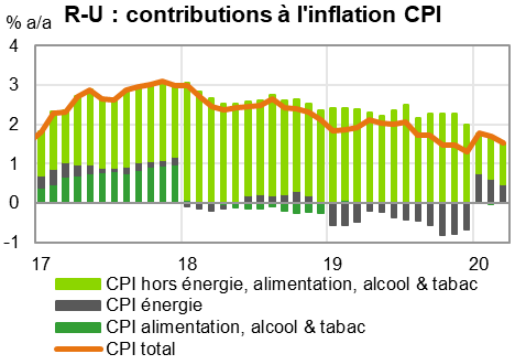


Source : ONS, Crédit Agricole S.A.

Enfin, les enquêtes sur les impacts économiques du coronavirus que l'ONS conduit auprès des entreprises toutes les semaines (la dernière en date du 23 avril) montrent qu'un très faible pourcentage (0,3%) des 6 150 entreprises interviewées ont cessé de fonctionner définitivement, contre 24% pour celles qui ont fermé temporairement, tandis que la grande majorité (75%) a continué de fonctionner. 27% de la main-d'œuvre au sein des entreprises qui continuent de fonctionner ou qui ont fermé temporairement a été mise en congé forcé (et donc ayant recours au JRS).

☞ Royaume-Uni : recul de l'inflation en mars

L'inflation des prix à la consommation a reculé à 1,5% au mois de mars depuis 1,7% en février, soit son deuxième mois de baisse (avec une variation nulle de l'indice sur le mois). L'inflation sous-jacente, mesurée par l'indice CPI hors produits alimentaires, boissons, alcool et tabac, baisse à 1,6% depuis 1,7% (0,1% en variation sur le mois). Une forte baisse de l'inflation de l'énergie (de 3,7% à 0,9%) contribue pour l'essentiel à la décélération du taux d'inflation, suivie par une modération de l'inflation des prix des biens industriels hors énergie (à 0,2% depuis 0,4%). Ces effets sont toutefois mitigés par une accélération des prix des services de transport (à 3,5% depuis 2,6%) et de la communication (à 5% après 4,5% en février).



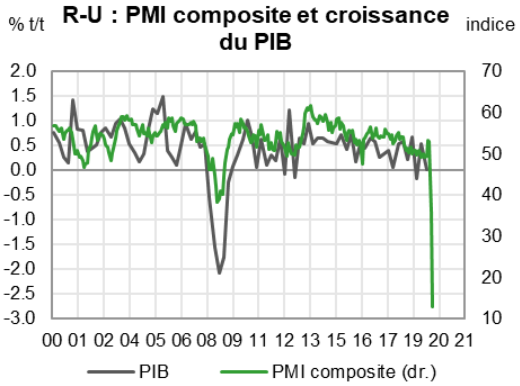
Source : ONS, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion** – *Les perspectives de l'inflation à court et moyen termes vont dépendre du jeu de forces opposées, la crise du Covid-19 étant est à la fois un choc violent sur l'offre et sur la demande. La baisse de la demande devrait néanmoins prévaloir, selon nous. Non seulement, les consommateurs, confinés, dépensent moins en activités de loisirs, de voyages, de biens et de services non-essentiels, mais vont aussi probablement décaler ou annuler leurs gros achats (bien immobilier, équipements, voiture, etc.) en attendant d'y voir plus clair.*

Plus fondamentalement, la perte de revenus des ménages (provenant de la perte d'emploi ou de la mise en congé forcé) accompagnée par une détérioration de la confiance (qui risque d'être durable en fonction de l'évolution de la pandémie) provoquera des pressions à la baisse sur les prix qui devraient, selon nous, être plus fortes que d'éventuelles pressions haussières qui pourraient émerger dans les secteurs où l'offre baisse en raison de la fermeture temporaire de certaines usines et activités, en raison des mesures de confinement ou à des distorsions dans les chaînes de valeur. À moyen terme, une incertitude persistante autour des aspects sanitaires de la crise pourrait nuire durablement à la confiance des ménages, conduisant à une demande déprimée et des pressions déflationnistes.

☞ Royaume-Uni : chute abyssale des PMI en avril

Après leur plongeon au mois de mars, les indices PMI auprès des directeurs d'achat ont accéléré leur effondrement en avril sur fond d'extension de la pandémie, de mise en place de mesures de distanciation sociale et de fermeture de secteurs entiers d'activité au Royaume-Uni et à travers le monde. Les niveaux atteints sont des records historiques, dépassant largement les plus bas de la crise financière de 2008-2009 : le PMI composite baisse à 12,9 depuis 36 en mars, le PMI manufacturier à 32,9 depuis 47,8 en mars et le PMI services à 12,3 depuis 34,5. En cause, évidemment, les mesures de confinement mises en place par le gouvernement le 21 mars pour lutter contre la pandémie. Au cours de la crise financière, le PMI composite avait baissé à 38,1 (novembre 2008), l'indice manufacturier à 34,5 (février 2009) et l'indice des services à 40,1 (novembre 2008). Si le secteur des services semble le plus impacté, l'activité manufacturière n'est pas épargnée avec une chute de la composante *output* de 43,9 à 16,6. Quelques poches de croissance existent certes (notamment la production alimentaire et de produits de la santé ou encore le commerce sur Internet), mais la plupart des entreprises voient leur production chuter. Selon Markit, les indices suggèrent une baisse du PIB au deuxième trimestre à des rythmes « inimaginables précédemment », de l'ordre de 7%, mais avec des risques baissiers étant donné que les auto-entrepreneurs et les entreprises du secteur de la distribution ne sont pas couverts par l'enquête.



Source : ONS, Markit, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *Réalisées entre le 7 et le 23 avril, en plein* « lockdown »*, les enquêtes PMI affichent des chutes records à travers presque toutes leurs composantes :* output*, emploi, commandes, délais d'approvisionnement atteignent des niveaux bas jamais vus depuis le début des séries dans les années 1990. Les indices de prix s'enfoncent en territoire de déflation. Seul l'indice d'activité future dans les services rebondit en avril, tout en restant à des niveaux extrêmement bas, suggérant une lueur d'espoir chez certaines entreprises, mais qui est extrêmement fragile tant que le pic de l'épidémie n'est pas atteint.*

Concernant le chiffre de -7% de croissance pour le deuxième trimestre avancé par Markit sur la base de la relation historique entre le PIB et le PMI composite, il est à prendre avec beaucoup de précaution, selon nous, car à ces niveaux, l'intervalle d'erreur peut être très important. Les indices PMI étant des soldes d'opinion, ils nous renseignent davantage sur l'étendue de la crise, plutôt que sur sa profondeur. À titre de comparaison, la semaine dernière, l'Office for Budget Responsibility *a publié un scénario avec une baisse de 35% du PIB sur le trimestre et de -12,8% sur l'année. De notre côté, nous anticipons une croissance de -23 % et -10% respectivement.*

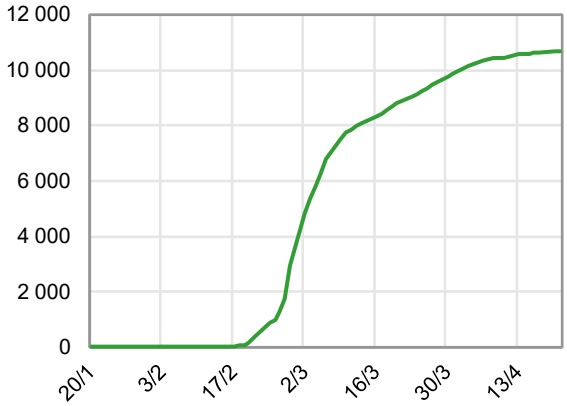
Pays émergents

☞ Corée du Sud : après la crise sanitaire, quel scénario de reprise ?

Une crise sanitaire bien gérée, le gouvernement récompensé dans les urnes

Malgré un premier cas apparu le 20 janvier et sa proximité géographique et commerciale avec la Chine, la Corée du Sud avait réussi à contenir la première vague de l'épidémie. Un nouveau foyer a cependant éclaté mi-février dans la ville de Daegu, provoquant une hausse rapide du nombre de cas. Une fois encore, les autorités coréennes ont réagi très vite : dépistages massifs, généralisation du port du masque, traçage de la population grâce aux données mobiles et aux cartes de crédit. Ces mesures, très invasives, ont cependant été acceptées par les Coréens et ont permis de rapidement stabiliser la courbe, sans avoir à confiner entièrement la population, un exploit dans ce pays dense (536 habitants au km²) de 51 millions d'habitants. **Avec un taux de mortalité autour de 2% (à ce jour, 237 décès pour 11 000 cas dépistés), la Corée a pu contenir la crise sanitaire et s'est imposée comme un modèle à suivre.** Cette victoire sur l'épidémie a permis que les élections législatives puissent se tenir comme prévues, le 15 avril dernier. **Elles ont conduit à une très nette victoire du parti présidentiel, le Parti démocratique de Corée, qui obtient 49% des voix et 163 des 300 sièges de l'Assemblée.** Le président Moon Jae-in, dont la popularité était déclinante avant le scrutin, en raison notamment de scandales de corruption, se voit donc récompensé pour sa gestion de la crise.

Corée du Sud : nombre de cas



Source : OMS

Le plan d'aide du gouvernement

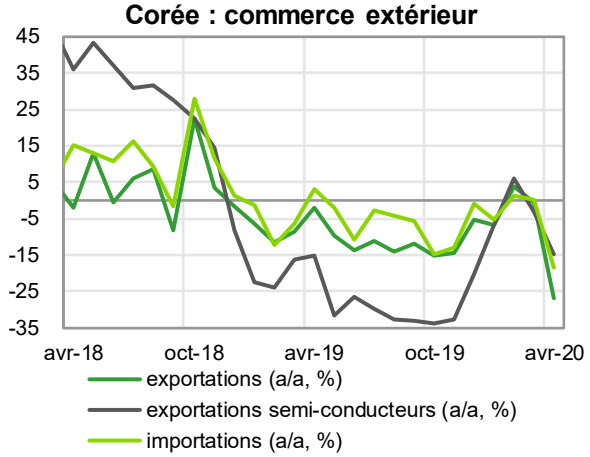
Dès le début de la crise, le gouvernement coréen a répondu par une succession de mesures de soutien à l'économie. Le plan d'aide proposé (7,5% du PIB) cible aussi bien les populations les plus fragiles (aides directes monétaires et alimentaires) que les entreprises affectées par la crise (en particulier les PME exportatrices et du secteur du tourisme) *via* des garanties d'État sur les prêts et des exemptions ou reports de charges, notamment de TVA. Grâce à sa majorité à l'Assemblée et une trajectoire de finances publiques bien maîtrisée (déficit public de 0,3% du PIB en 2019 et dette publique de 40% du PIB), des marges de manœuvre existent encore.

En matière monétaire, elles sont plus réduites. L'inflation est faible et la Banque centrale coréenne a pu baisser ses taux de 50 pb, à 0,75%, mais est limitée et compliquée par la dette des ménages (84% du PIB et 160% du revenu disponible). Elle a ainsi complété ces mesures conventionnelles par le lancement d'un programme de *quantitative easing* : **achats massifs de titres et extension des collatéraux éligibles aux opérations de rachat, lignes de *swap* en dollar et en won mises à disponibilité des banques pour assurer la liquidité, création d'un fonds de stabilisation pour le marché des actions.**

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

La Corée du Sud a fondé son modèle de croissance sur une industrie exportatrice très dynamique, dont la Chine est le premier client (25% des exportations). Si les excédents courants sont toujours confortables, une chute prolongée du commerce extérieur pourrait déséquilibrer le pays. La reprise chinoise, tout comme le cycle technologique – le premier poste d'exportations étant celui des semi-conducteurs – seront donc à surveiller de près dans les prochains mois. **Les chiffres disponibles pour les vingt premiers jours d'avril font état d'une baisse de 26,9% des exportations, de 14,9% des exportations de semi-conducteurs et de 18,6% des importations.**

Corée : commerce extérieur

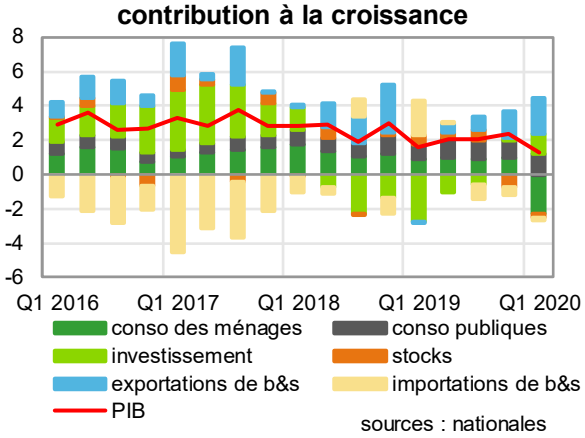


Source : Kostat, Service des douanes

Le FMI a annoncé une récession de 1,2%, après une croissance de 2% en 2019

Selon les premières estimations disponibles, le PIB s'est contracté de 1,4% au premier trimestre par rapport au quatrième trimestre 2019, en raison d'une forte contraction de la consommation privée (-6,4%). La croissance en rythme annuel reste pour l'instant positive (+1,3%), en raison d'un premier trimestre 2019 assez bas. Les autres composantes – investissement +0,9%, consommation publique et commerce extérieur +0,7% en raison d'une forte chute des importations – demeurent en territoire positif pour le moment. Bien sûr, un recul de la croissance n'est jamais une bonne nouvelle. Mais en termes relatifs, la Corée du Sud pourrait s'en sortir beaucoup mieux que la plupart des autres pays. Si la demande et l'investissement publics doivent soutenir la croissance à court terme, il faudra cependant que la consommation des ménages ne tarde pas trop à redémarrer. Dans le cas contraire, le coût en emploi sera élevé, avec les risques que cela implique sur un secteur bancaire qui ne pourra pas digérer un scénario à la *subprime*.

Corée du Sud : contribution à la croissance



sources : nationales

☞ Moyen-Orient - Afrique du Nord : forte hausse des dettes publiques attendue en 2020 et 2021

Alors que les pays développés ont eux-mêmes dressé leurs scénarios de récession, de creusement des déficits budgétaires et d'impact sur les niveaux d'endettement public entraînés par la crise du coronavirus (sans parler des conséquences sociales majeures déjà constatées sur les niveaux de chômage), il est désormais possible d'évaluer l'impact de la crise sanitaire et économique sur ses finances publiques du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord.

Comme dans le reste du monde, mais de façon exacerbée pour les pays producteurs de pétrole qui voient s'effondrer leurs recettes rentières, les niveaux d'endettement de tous les pays de la région vont fortement augmenter en raison :

1 - Des récessions qui s'annoncent et qui réduisent le PIB réel ;

2 - Des déficits budgétaires qui s'accentuent par la perte de recettes fiscales parfois majeures ;

3 - Des plans de soutien aux entreprises fragilisées par la crise et aux ménages en difficulté, ces deux points vont faire progresser les dettes publiques en termes nominaux ;

4 - Et enfin des éventuelles dépréciations de change pour les pays dont l'État est endetté en devises fortes.

Deux phénomènes majeurs nourrissent toutefois les incertitudes : la crise sanitaire en est à ses débuts au Moyen-Orient et l'ampleur des contractions d'activité est encore un peu floue ; et de leur côté, l'évolution des marchés pétroliers est en forte baisse (prix et productions), mais pour une durée encore peu précise. S'il est sans doute encore un peu prématuré de dresser un tableau très clair des hausses d'endettement public à venir, la situation de crise déjà bien enclenchée permet dès à présent de tracer quelques lignes de force.

Premier constat, tous les pays de la région vont souffrir d'une récession sauf peut-être l'Égypte, compte tenu de ses performances passées. Les contractions de PIB devant, hors Égypte, atteindre environ 4% en moyenne régionale. Le côté destructeur de valeurs des récessions est bien connu : l'activité des entreprises en berne contracte les résultats, quand elle n'entraîne pas des pertes, l'augmentation du nombre de faillites entraîne des pertes d'emploi et la hausse du chômage pèse sur la solvabilité et la consommation des ménages. Tous les États vont voir leurs recettes d'impôts se contracter et leur dette progresser.

Or, depuis les Printemps arabes de 2011 aux conséquences politiques et sociales douloureuses et la chute des prix du pétrole de 2015, tous les pays, y compris les pays pétroliers, sont déjà entrés dans des déficits budgétaires souvent approfondis. Alors qu'ils étaient pour la plupart d'entre eux en phase de redressement de leurs équilibres (les pays du Golfe ont introduit une TVA il y a deux ans et de nombreux pays ont réduit les nombreuses subventions), cette nouvelle crise va à nouveau faire déraper les déficits et l'endettement publics.

En 2020, aucun pays ne devrait avoir de budget en équilibre et dix pays du Moyen-Orient sur dix-huit devraient avoir des déficits supérieurs à 10% du PIB et c'est principalement le cas des pays producteurs de pétrole où cette proportion sera la plus élevée. Les autres seront aussi confrontés à des déséquilibres budgétaires majeurs, entre 6% et 11% du PIB.

Ces déficits sont aussi exacerbés par les politiques de soutien public aux secteurs et entreprises fragilisés. Aux Émirats, ce soutien s'élève à 15% du PIB et inclut la recapitalisation de la compagnie aérienne Emirates. Les pays les plus fragilisés ne peuvent soutenir leur économie qu'à hauteur de 1% à 2% du PIB. Pour le FMI, ce soutien est estimé en moyenne

à 3,8% du PIB dans la région. Compte tenu du choc intense de la crise, ceci devrait renforcer le poids de la fonction publique et des fonctionnaires dans les dépenses étatiques et pourrait mettre un terme, au moins provisoire, aux réformes touchant les subventions souvent nécessaires pour acheter la paix sociale.

Au total, la hausse des dettes publiques devrait dépasser les 10 à 15 points de PIB entre 2019 et 2021. Un grand nombre de pays devraient se trouver à la limite du surendettement, car la région se caractérise également par sa lenteur à corriger les déséquilibres budgétaires. La dette publique totale de l'ensemble de la zone, qui a déjà atteint 1 865 milliards de dollars en 2019, pourrait donc dépasser les 2 000 milliards de dollars fin 2020.

En ce qui concerne la vulnérabilité au risque de change, seule l'Égypte semble vulnérable à ce risque, compte tenu de la forte progression de la dette en devises au cours des dernières années et de son régime de change flottant. Ce qui pourrait expliquer la stabilité de la livre égyptienne souhaitée par les autorités monétaires.

Pays	Dette publique / PIB (%) (2010)	solde budgétaire (% PIB) (2020e)	Dette publique / PIB (%) (2021 e)	Variation (% PIB) (2021/2019)
Algérie	9,2	- 12,9	57	15
Arabie Saoudite	14	- 12,2	53	22
Bahreïn	44	- 12,4	116	15
Emirats A.U.	53	- 9,8	65	8
Egypte	78	- 10,8	111	- 0
Irak		- 32,0		
Iran	16	- 6,9	25	6
Israël	70	- 11,0	77	17
Jordanie	60	- 6,7	95	2
Koweït	12	- 28,6	27	8
Liban	136	- 7,0	n.d.	n.s.
Libye	5	- 11,8	7	2
Maroc	59	- 6,1	87	3
Oman	5	- 23,4	72	13
Qatar	30	- 8,1	91	26
Syrie	19	- 8,8	81	- 6
Tunisie	41	- 6,9	80	9
Yémen	38	- 7,4	71	- 14
Moyenne	**41**	**- 12**	**70**	**13**

Sources : EIU, FMI, Crédit agricole SA

☑ **Notre opinion –**. *L'absorption de ce nouvel endettement public devrait être assurée en partie par les banques locales au cours des prochains trimestres. La hausse de la dette de certains pays fragilisés (ceux qui ont déjà un taux d'endettement très élevé) pourrait se heurter à la défiance des investisseurs et être lourde de menaces pour certains pays en manque de liquidités. Ces pays seront sans doute contraints de recourir à des opérations de «* quantitative easing *» (financement des hausses de dette souveraine par des liquidités de la Banque centrale) ou par la monétisation des déficits, comme récemment opérée en Algérie et au Liban. L'Irak, Oman, l'Algérie ou d'autres pays pourraient être tentés de recourir à ces procédés.*

*De son côté, le FMI a étendu ses moyens pour soutenir les pays qui auraient des difficultés financières directement liées à la crise du coronavirus. Cette aide est déjà mobilisée pour la Tunisie. La hausse des taux d'emprunt (*spreads*) sur les marchés internationaux pourrait également renchérir le service de la dette. Une des questions centrales est également la réaction des agences de* rating*, leur réaction pouvant avoir un effet auto-réalisateur dans le déclenchement des crises de liquidité. Des mouvements pourraient intervenir au cours des prochains trimestres.*

☞ Hongrie : quand la solution devient partie du problème

Beaucoup de pays ont décrété l'état d'urgence pour faire face à l'exception de l'urgence sanitaire et y répondre de façon plus efficace et rapide. Mais la plupart des démocraties essaient de limiter le champ d'action des décisions prises à la stricte gestion de la crise, ce qui provoque d'ores et déjà de nombreuses restrictions des droits individuels. En revanche, dans certains pays, l'état d'urgence semble aussi être une aubaine pour l'exercice d'un pouvoir autoritaire.

La Hongrie en est une parfaite illustration. L'état d'urgence y est déclaré sans limite dans le temps et sans restrictions dans les champs de l'exercice. Le Premier Ministre V. Orban exerce donc désormais son pouvoir par décret et quasi tout y passe. Des mesures sanitaires, économiques, jusqu'à la modification de la Constitution, en passant par la réécriture de l'histoire et les droits des minorités. Bien plus de domaines sont devenus possibles pour servir les projets politiques de l'homme fort de la Hongrie, ce qui donne beaucoup de fil à retordre à l'Europe.

Plusieurs procédures sont déjà en cours à l'encontre du gouvernement hongrois dont l'article 7 qui stipule la suspension du droit de vote du pays au Conseil européen. Mais l'Europe a bien du mal à s'imposer en matière d'État de droit : c'était déjà le cas bien avant la crise et ce sera encore plus net après. Ainsi, la crise du Covid risque de fragiliser un peu plus le projet politique commun européen, avec une fracture encore plus visible entre l'Est et l'Ouest.

Le seul obstacle à l'expansion des droits institutionnel de V. Orban serait sans doute le seuil de tolérance du peuple hongrois, mais l'opposition politique était déjà quasi étouffée, et elle l'est encore plus à présent que le Premier ministre gouverne par décret. Quant aux médias libres, ils ne sont plus qu'un souvenir, le sujet a été maintes fois dénoncé par les

ONG internationales. Cependant, la mise en place de politiques sociales de redistribution, menées depuis plusieurs années par le gouvernement, atténue sensiblement la grogne possible quant aux restrictions de libertés. Et il faut bien dire que la Hongrie est entrée dans cette crise en meilleur état économique qu'elle ne l'était en 2007.

La montée en charge institutionnelle de V. Orban n'est probablement pas finie. Et cela peut ouvrir de nouvelles marges de manœuvre en matière de réglementation, notamment fiscale. En effet, le pays a besoin de ressources pour financer les mesures de soutien, car la Hongrie est déjà d'ores et déjà très endettée (plus de 70% du PIB), avec un service de la dette élevé. Le gouvernement commence déjà à instaurer des taxes supplémentaires, notamment sur le secteur bancaire.

Reste à savoir quelle sera l'ampleur du choc de récession, pour le moment estimé à - 4%, ainsi que l'état des finances publiques à la sortie de crise (évidemment dégradées). Le pays reste cependant très largement bénéficiaire des aides européennes, ce qui lui permettra de relancer l'investissement public bien plus aisément que d'autres économies. Ces éléments permettent donc de penser que V. Orban pourrait s'assurer les moyens de tenir une politique autoritaire et restreindre les droits individuels aussi longtemps qu'il n'y aura pas de réponse politique forte et ferme de la part de l'Europe. Et malheureusement, le moment se prête mal à une forte cohésion politique au sein des différents membres pour tenir tête aux dérives venues de l'Est.

☞ Russie : le Covid réactive le risque politique

Chaque pays vit la situation actuelle en fonction de ses fragilités initiales, politiques, économiques ou sociales. Plus précisément même, la crise a tendance à les révéler et les accentuer.

Chaque pays est également exposé avec plus ou moins de vulnérabilité, selon sa structure de production et de consommation, à l'impact économique du confinement et aux différents chocs externes qui se succèdent, notamment les sorties de capitaux, la chute du tourisme, le choc pétrolier et la chute de la demande mondiale, qui commence juste à se déployer.

En ce qui concerne la Russie, rappelons que Moscou est entré dans le choc sanitaire, alors que le pays était en pleine transition politique, et que V. Poutine était en train de s'engager dans une profonde réforme institutionnelle, lui permettant de rester au pouvoir jusqu'en 2036. Le Covid a interrompu ce processus, mais il n'est pas étonnant qu'une des difficultés les plus apparentes en ce moment soit politique : le coronavirus n'a fait qu'exacerber le thème de la succession de Poutine.

Des manifestations de deux types

Ainsi, la semaine dernière, deux types de manifestations ont eu lieu. La première, à Vladikavkaz était dirigée contre le gouverneur d'Ossétie du Nord, et orientée contre les mesures de confinement, en protestation à un taux de chômage qui augmente rapidement. La seconde manifestation a pris un tour beaucoup plus général, qui réclamait au contraire un état d'urgence sanitaire. Elle s'est développée sur les réseaux de Yandex, avec des messages très hostiles au gouvernement central, qui ont été rapidement effacés des réseaux.

Ces manifestations s'expliquent par deux facteurs. Le premier, c'est une grande fatigue de la classe moyenne russe et là encore, il faut rappeler le contexte dans lequel le choc sanitaire a lieu : depuis 2015, les Russes sont confrontés à des chocs successifs (choc pétrolier, Crimée, sanctions américaines) et à une baisse de leur revenu. Le confinement s'inscrit donc dans cette tendance et exacerbe le mécontentement. Le second point est plus complexe à estimer et renvoie à la gestion que le gouvernement a de la crise depuis quelques semaines.

Rappelons qu'à court terme, l'économie russe a plusieurs atouts face au Covid tout comme au choc pétrolier, notamment une situation résistante des finances publiques (une dette publique à 15,3% du PIB en 2019, un fonds souverain important, un excédent budgétaire primaire de 3% en 2019, et un niveau de prix du pétrole qui équilibre son budget, à 49 dollars par baril, le plus faible des pays pétroliers) ; des entreprises désendettées « grâce » aux sanctions ; et un taux de change flexible qui lui permet d'amortir un peu le choc pétrolier. Les réserves de change de la Banque centrale sont à 563 milliards de dollars, dont 119 milliards en or.

En ce qui concerne le bilan sanitaire, le nombre de cas est désormais très élevé (57 999) et toutes les régions sont touchées. Mais le taux de mortalité global reste inférieur à 1%, alors que la Russie a été touchée dès janvier et les cas sont encore concentrés sur les grandes villes, essentiellement Moscou (où le taux de mortalité reste aussi inférieur à 1%). Les doutes statistiques sont cependant élevés, notamment quant à la situation des régions sibériennes voisines de la Chine. Et la structure hospitalière moscovite semble proche de la saturation, ce qui va être un point central dans les semaines à venir.

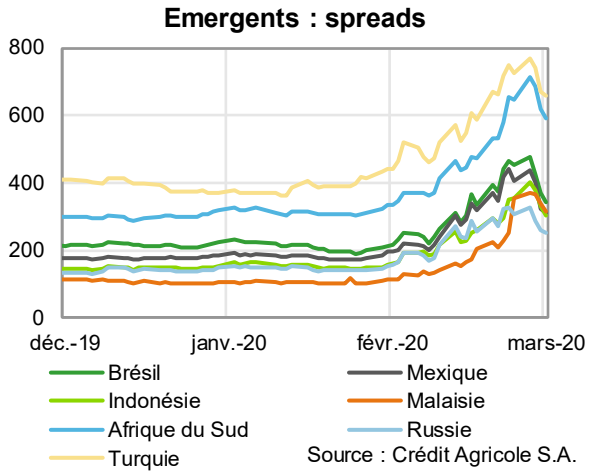
La stratégie de lutte contre la pandémie en interne a été progressive, mais les frontières ont été rapidement fermées. Depuis le 15 avril, un confinement très dur s'est mis en place à Moscou avec un QR code obligatoire et des sorties limitées à cent mètres

autour du domicile. La ville est coupée du reste du pays.

De plus, même si la structure par âge de la Russie la rend vulnérable, le profil de l'économie lui donne quelques atouts, notamment une part des PME dans le PIB limitée à 20% et une très faible densité de population (25% seulement de la population habite dans des villes de plus d'un million d'habitants, contre 49% aux États-Unis).

Un arbitrage politiquement risqué pour le gouvernement

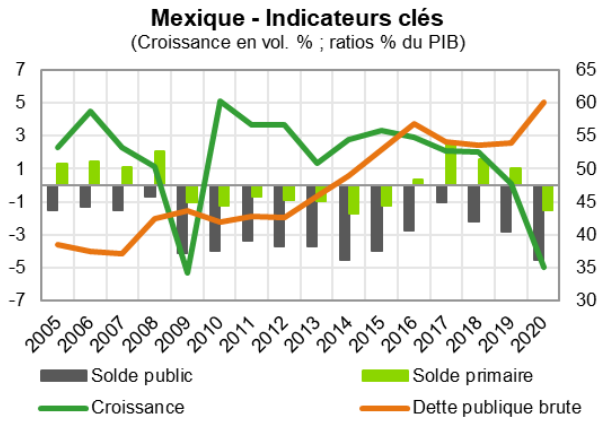
Dans ce contexte, le gouvernement a arbitré pour une stratégie ciblée au départ sur la préservation des secteurs-clés de l'économie, et moins pour le soutien des PME. Depuis une semaine, l'aide à ces dernières s'est néanmoins accrue, mais le total du budget d'aide à l'économie mis sur la table reste faible (de l'ordre de 2,8% du PIB, contre 5,5% en 2009), et la Banque centrale vient seulement de baisser ses taux, et très peu (50 pts de base) comparé au reste du monde. En revanche, le secteur bancaire est mis à contribution et la part des créances douteuses, déjà élevée, va s'accroître.



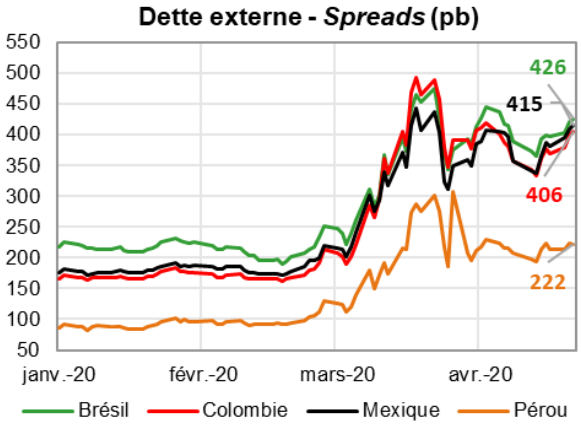
☑ **Notre opinion –** *Le gouvernement russe semble donc gérer cette crise « dans le temps » afin de préserver son fonds souverain. On pourrait aussi voir là une stratégie de puissance, car la Russie peut effectivement sortir de la crise avec peu de dette (en comparatif) et une récession moins forte qu'ailleurs. En revanche, c'est un très gros risque politique, car un tel arbitrage risque de ne pas être compris par la classe moyenne.*

☞ Amérique latine – Mexique : la triple peine

À l'occasion d'une réunion non programmée, la Banque centrale (BANXICO) a abaissé ses taux directeurs de 50 points de base (pb), portant ainsi le principal taux de refinancement à 6%. Elle a également pris une série de dix mesures visant à augmenter la liquidité interbancaire, faciliter les crédits aux PME et les couvertures en dollar. Par ailleurs, Moody's a abaissé d'un cran la note du Mexique (de A3 à Baa1) et celle de PEMEX de deux crans (de Baa3 à Ba2). Les deux *ratings* sont assortis d'une perspective négative. Trois facteurs principaux justifient le « *downgrading* » du souverain : baisse significative des perspectives de croissance économique à moyen terme, détérioration continue de la situation financière et opérationnelle de PEMEX (qui érode la solidité budgétaire du souverain), « affaiblissement de l'élaboration des politiques et des capacités institutionnelles ».



Sources : FMI, SHCP, Crédit Agricole SA/ECO



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole SA/ECO

☑ **Notre opinion –** *Le Mexique est sous le coup d'une triple peine : l'épidémie de Covid-19, la chute du prix du pétrole et son imbrication coûteuse avec les États-Unis, eux-mêmes en proie à une crise majeure. Le choc économique promet d'être substantiel.*

Mais, la dégradation de la note par Moody's ne sanctionne pas seulement la dégradation des perspectives économiques. Elle constitue le prix (élevé) d'une double obstination : l'illusion du gouvernement qui a l'ambition (mais pas les moyens) de réanimer seul une entreprise moribonde, le souci (parfois louable, mais qui confine à l'obstination) de ne pas impliquer le budget dans un plan de soutien économique pourtant cruellement nécessaire. Compte tenu des ratings *des deux agences, Fitch et Moody's, PEMEX est donc bien «* non investment grade *», ce qui va encore accroître le coût de sa dette (105 milliards de dollars, soit 8,5% du PIB), pesant sur son propre financement donc sur les finances publiques qui pâtissent déjà d'une baisse des revenus tirés de la société pétrolière nationale.*

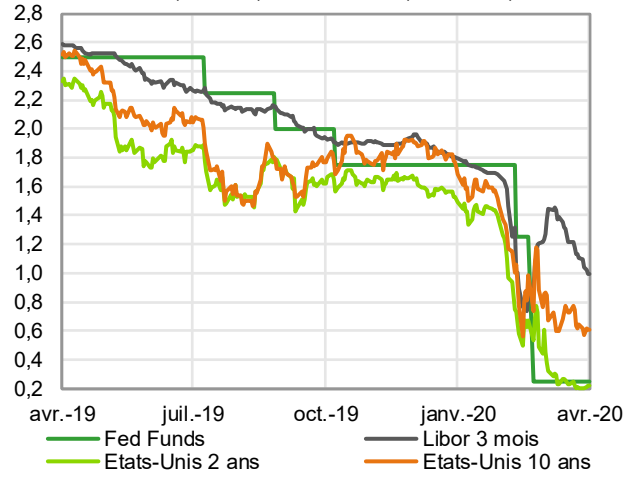
Alors que Fitch et S&P avaient déjà « downgradé » le Mexique à respectivement BBB- (perspective stable) et BBB (perspectives négatives), l'action de Moody's ne crée pas un précédent, mais s'apparente à un rattrapage partiel qui, assorti d'une perspective négative, n'augure rien de bon. L'entêtement du président (maintien des grands projets, austérité salariale pour les hauts fonctionnaires, mais absence de mesures contra-cycliques) préjuge actuellement mal de sa capacité à reconsidérer sa politique énergétique en dépit de la pression exercée par les abaissements successifs de notation et, incidemment, la chute des prix du pétrole. Sauf à trouver rapidement un bouc émissaire permettant de réanimer la réforme du secteur énergétique, sans altérer significativement un discours empreint de souveraineté nationale.

C'est donc à la politique monétaire seule qu'incombe à court terme la tâche de « colmater les brèches ». À 2,1% en glissement annuel au cours de la première quinzaine d'avril donc dans la fourchette cible de BANXICO (3%, +/- 1 point de pourcentaqe), le repli de l'inflation (dans la lutte contre laquelle BANXICO s'est montrée inflexible) offre un peu d'air. Si les marges de manœuvre restent étroites (en raison de la dépréciation du peso) en termes de baisse des taux, l'usage d'outils moins conventionnels permet à la Banque centrale de soulager les marchés financiers et de soutenir le crédit. C'est indispensable mais insuffisant : cela ne supplée en rien l'absence de stratégie économique crédible, ne s'aventurant pas au-delà des seules incantations aux économies budgétaires.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

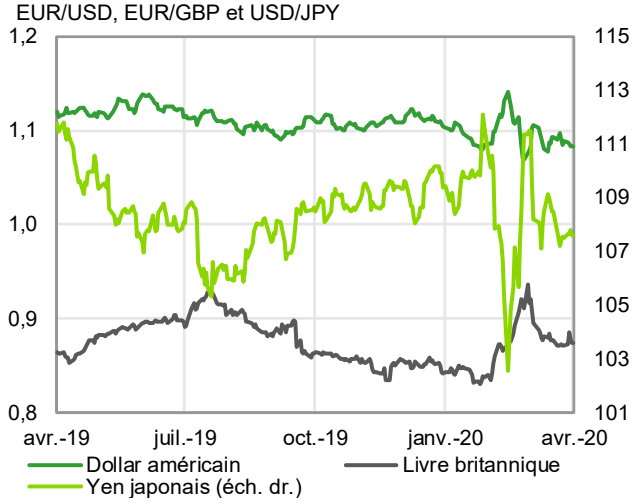
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

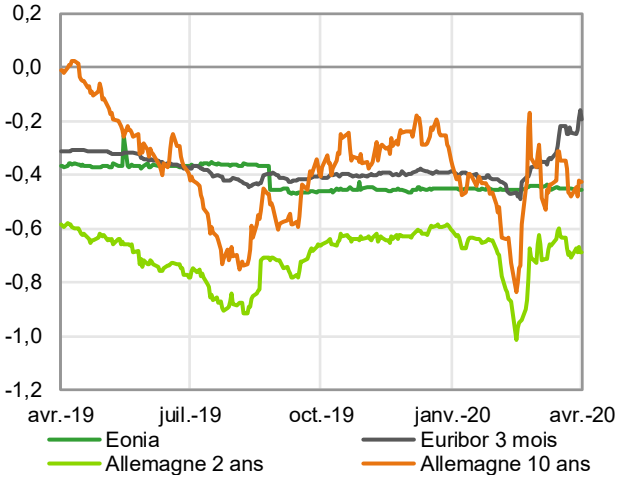
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

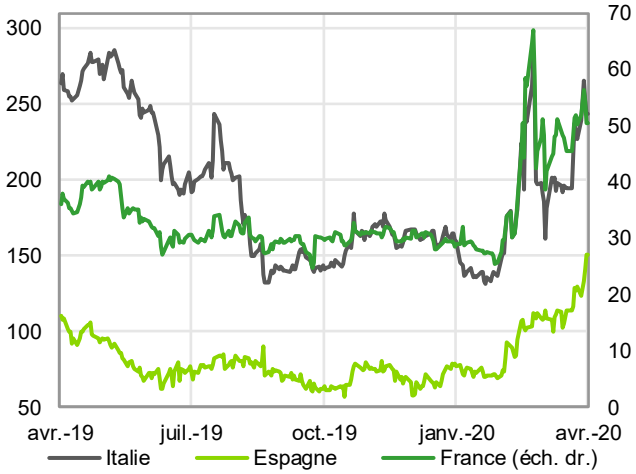
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

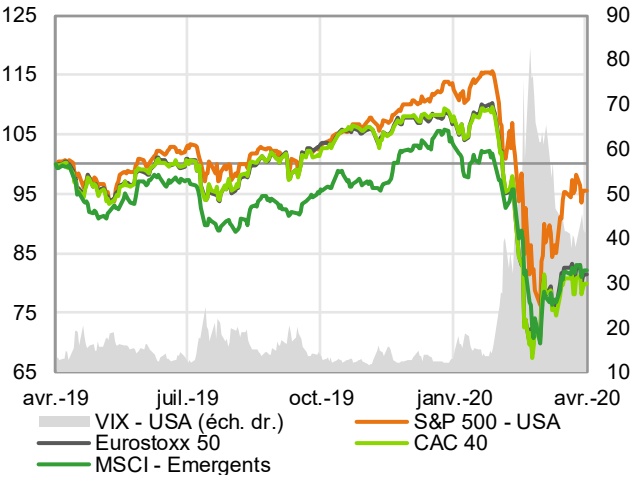
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

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



Source : Thomson Reuters

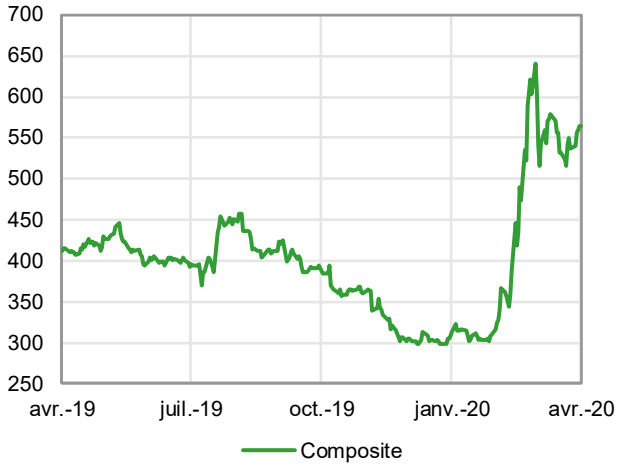
Cours de l'once d'or

USD/Once troy (Londres)

Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

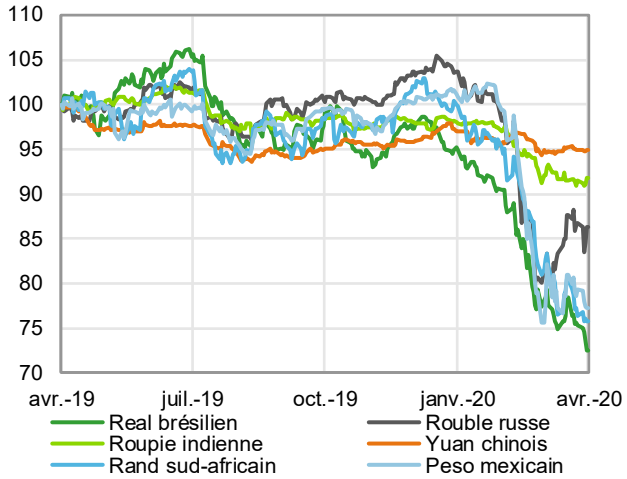
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

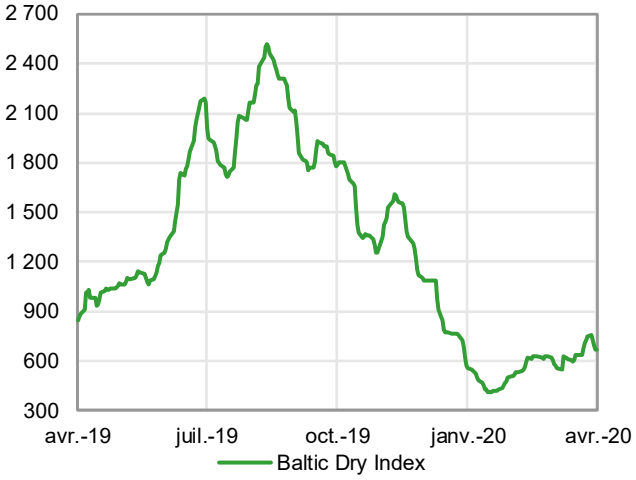
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

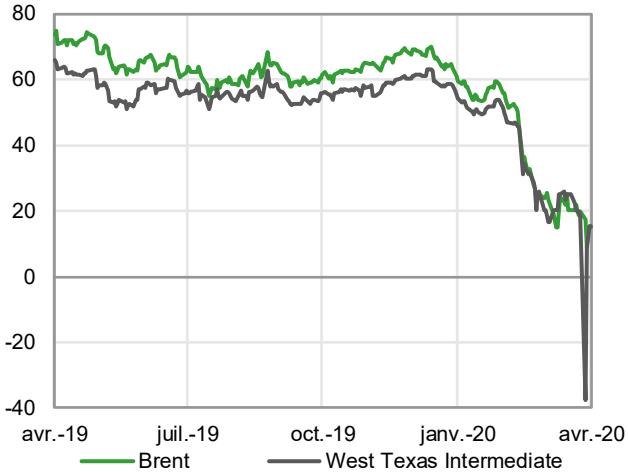
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

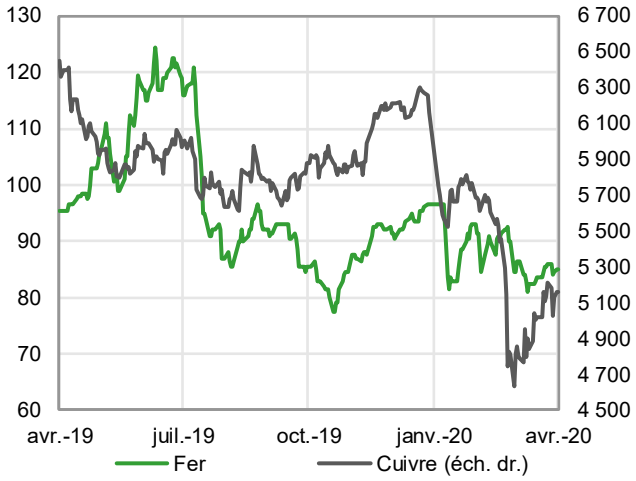
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

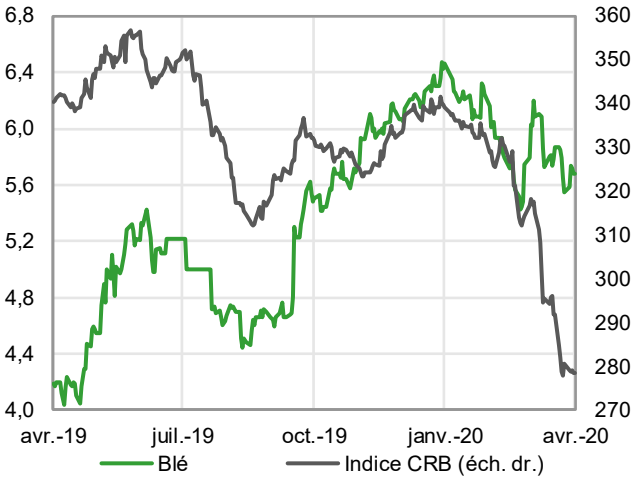
USD/tonne métrique



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
23/04/2020	PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole - Spécial Covid-19 n°4	Agri-agro
22/04/2020	La solidarité européenne est-elle impossible, conditionnée ou inconditionnelle ?	Union européenne
17/04/2020	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
17/04/2020	Allemagne – Impact Covid-19 : de la crise sanitaire à la gestion de crise économique	Allemagne
16/04/2020	PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole - spécial Covid-19, n°3	Agri-agro
15/04/2020	L'Usine du Futur en rempart à la paralysie de l'économie ?	Sectoriel
14/04/2020	Le Royaume-Uni et la crise du Covid-19	Royaume-Uni
10/04/2020	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
10/04/2020	France – Impact Covid-19 : une récession en 2020 mais de quelle ampleur ?	France
10/04/2020	Italie – Premiers pas dans la crise et premiers impacts sur l'économie	Italie
09/04/2020	PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole - spécial Covid-19, n°2	Agri-agro
03/04/2020	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
02/04/2020	Des avancés prometteuses dans le diagnostic précoce du cancer	Sectoriel, santé
02/04/2020	PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole - spécial Covid-19, n°1	Agri-agro

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 : Olivier LE CABELLEC
Pétrole : Stéphane FERDRIN

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU
Statistiques : Robin MOURIER
Réalisation et Secrétariat de rédaction : 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.