

Perspectives

Hebdomadaire – N°20/090 – 30 avril 2020

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Voir le verre à moitié plein	1
☞ France : forte contraction du PIB, mais le pire reste à venir	3
☞ Zone euro : la BCE répond présente à la forte hausse de demande de liquidité	4
☞ Zone euro : le grand plongeon de l'enquête sur le sentiment économique au mois d'avril	4
☞ Zone euro : la hausse des prix des biens alimentaires freine la chute de l'inflation	5
☞ Zone euro : légère hausse du chômage en mars	5
☞ Italie : la phase 2 démarre en mai, après une baisse de 4,7% du PIB au T1	6
☞ Italie : le gouvernement accompagne la réouverture par 55 Mds € de mesures de soutien supplémentaires	7
☞ Europe du Sud : à l'heure du déconfinement	7
☞ Inde : dure sera la chute	10
☞ Russie : on entre dans la période la plus difficile	11
☞ Roumanie : les ailes coupées d'une économie déjà fragile	13
☞ Égypte – coronavirus : nouvelle demande d'aide au FMI	14
☞ Afrique du Sud : le coronavirus accélère la lente détérioration de l'économie	15

☞ Voir le verre à moitié plein

La semaine s'est terminée sur une vague d'optimisme sur les marchés actions (S&P 500, CAC 40 et Eurostoxx 50 en hausse de près de 5% chacun) et un repli de l'aversion au risque (le VIX chutant de plus de 10 points), les marchés préférant centrer leur attention sur les bonnes nouvelles et occulter les mauvaises : les résultats solides des entreprises du secteur des nouvelles technologies, les plans de levée du confinement dans de nombreux pays, les avancées dans la recherche d'un traitement contre le Covid-19 et la tonalité toujours accommodante de la Réserve fédérale. Or, les facteurs anxiogènes sont nombreux et durables. Les incertitudes relatives au virus et notamment à l'existence (ou pas) d'une immunité chez les personnes guéries du Covid-19 sont de nature à invalider la théorie de l'immunité collective et auront des conséquences sur le scénario économique alors que la reprise en forme de V, évoquée au début de l'épidémie, s'est déjà transformée en U. Par ailleurs, les marges de manœuvre des Banques centrales en faveur d'assouplissements monétaires

supplémentaires s'érodent : les politiques budgétaires prennent et/ou devront prendre le relais.

La nécessité de plus de *stimulus* est en effet bien là, comme l'a affirmé cette semaine le gouverneur de la Fed Jerome Powell à l'occasion de la réunion du Comité de politique monétaire (FOMC) des 28 et 29 avril. Si la Fed indique avoir quelques munitions pour soutenir l'économie, elle encourage, de manière assez inhabituelle, les hommes politiques à utiliser « la grande force budgétaire des États-Unis » et à ne pas se préoccuper dans le contexte actuel de la hausse de la dette publique. Sans surprise, la Fed a maintenu la fourchette-cible des taux *Fed funds* à [0%-0,25%] et n'a pas annoncé de nouvelles mesures, mais a indiqué que les taux resteraient à ces niveaux bas pour longtemps (au moins jusqu'en 2022 selon nous) et qu'elle était prête à faire plus pour fournir de la liquidité aux marchés et soutenir l'économie réelle, notamment *via* les facilités de crédit. Pour le moment, la conduite de la politique monétaire est jugée

« appropriée » : depuis le début de la crise, la Fed a porté ses taux d'intérêt directeurs à leur plancher, a repris son programme d'achats d'actifs (*quantitative easing*) sans limite de montant et a mis en place neuf facilités de financement d'urgence d'un total de 2 300 milliards de dollars.

Les premiers chiffres de PIB sont tombés cette semaine, pour les États-Unis et la zone euro notamment, faisant état d'une activité en repli plus fort que prévu. Le PIB américain a chuté de 4,8% en rythme annualisé, soit sa pire performance depuis le quatrième trimestre 2008, marquant ainsi la fin d'un cycle d'expansion long de onze années. La consommation des ménages s'est contractée fortement à la suite de la mise en place des mesures de distanciation sociale avec une baisse de 7,6% annualisée sur le trimestre, sa plus forte

baisse depuis les années 80, en raison d'une chute de 10,2% de la consommation de services et de 16% des dépenses en biens durables. L'investissement productif, quant à lui, s'est contracté pour le quatrième trimestre consécutif, de 8,6%. Quelques facteurs ont pourtant limité l'ampleur de la contraction de l'activité : une contribution positive de la part des exportations nettes (+1,3 point) grâce à une chute des importations (-15,3%) plus forte que celle des exportations (-8,7%), une consommation des ménages en biens non-durables en hausse (+6,9%), soutenue par les achats de première nécessité (nourriture, médicaments) et un fort rebond de l'investissement résidentiel (21%), grâce à la hausse des mises en chantier au cours des deux premiers mois du trimestre. Les perspectives pour le deuxième trimestre sont encore plus négatives : nous anticipons une chute du PIB de plus de 30% sur le trimestre en rythme annualisé.

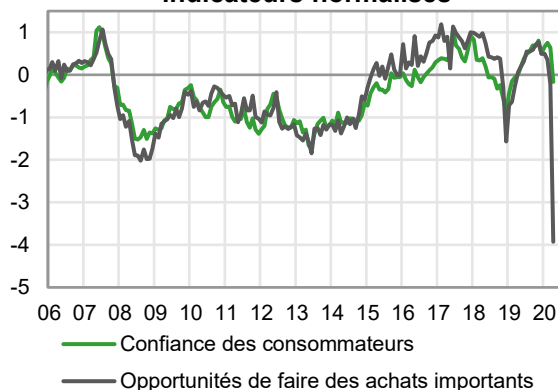
Zone euro

France : forte contraction du PIB, mais le pire reste à venir¹

Le PIB recule de 5,8% au premier trimestre 2020, selon les premières estimations de l'Insee. Après une légère contraction au quatrième trimestre 2019 (-0,1%), la France entre techniquement en récession. Sur un trimestre, la contraction est la plus forte jamais enregistrée (la série existe depuis 1949), à titre de comparaison, au plus fort de la crise financière, le PIB ne reculait « que » de 1,6% au premier trimestre 2009. Les mesures de confinement sur la seconde quinzaine de mars sont la principale cause de l'ampleur du recul du PIB. La consommation des ménages recule fortement (-6,1%), en particulier, la consommation de biens fabriqués en baisse de 16,3%, touchée à la fois par la fermeture des commerces non-indispensables, mais également par la baisse de la confiance des ménages qui les pousse à reporter les achats importants et à épargner davantage.

Au mois d'avril, la confiance des ménages chute d'ailleurs de 8 points à 95. Si la situation financière passée des ménages s'améliore de nouveau, l'incertitude est au plus haut et les perspectives d'évolutions se dégradent fortement pour les ménages qui craignent de se retrouver au chômage et reportent massivement les achats importants.

Confiance des consommateurs, indicateurs normalisés



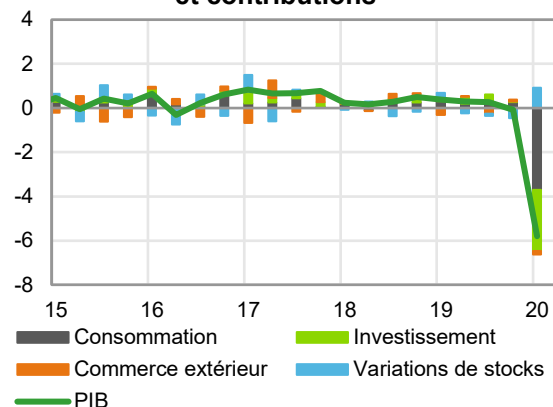
Sources : Insee, Crédit Agricole SA/ ECO

L'investissement chute également sur le trimestre (-11,8%), du fait notamment de l'arrêt des chantiers (l'investissement dans la construction recule de 13,8% au T1).

Le commerce international connaît comme attendu un net coup d'arrêt, les exportations reculent de 6,5% et les importations de 5,9%, la contribution du commerce extérieur est ainsi négative (-0,2 point).

Le dynamisme relatif de l'activité sur les deux premiers mois de l'année contraste nettement avec l'arrêt soudain de la demande en mars, ainsi, la production a partiellement été stockée pendant le trimestre et les variations de stocks contribuent positivement à la croissance à hauteur de 0,9 point de PIB.

Croissance trimestrielle et contributions



Sources : Insee, Crédit Agricole SA/ ECO

✓ Notre opinion – Nos prévisions restent à préciser et feront l'objet de révisions dans les jours à venir, mais **une baisse du PIB de plus de 15% est probable au deuxième trimestre**. En effet, par un rapide calcul, si deux semaines de confinement amputent le PIB de 6% par rapport à un trimestre normal, six semaines de confinement (durée du confinement au T2) doivent le réduire d'environ 18%. Le PIB du deuxième trimestre serait alors inférieur d'environ 13% à celui du T1, en prenant en compte une reprise seulement partielle de mi-mai à fin juin, la contraction du PIB au T2 sera plus conséquente encore.

Au second semestre, la reprise dépendra de plusieurs facteurs, tels que l'efficacité des mesures du gouvernement pour limiter la hausse du chômage et des faillites mais également de l'utilisation du surplus d'épargne accumulée au cours des deux mois de confinement et qui sera déterminante pour le rebond de la consommation.

¹ La publication des premières estimations de croissance pour le premier trimestre a fait l'objet d'un Flash PIB : [France – Conjoncture, Flash PIB : la France entre en récession mais le pire reste à venir](#) – 30 avril 2020

👉 Zone euro : la BCE répond présente à la forte hausse de demande de liquidité

La *Bank Lending Survey* signale une très forte hausse de la demande de crédit par les sociétés non-financières au premier trimestre 2020, répondant d'abord essentiellement à des besoins en termes de capital circulant finalisés au maintien du paiement des salaires et des loyers. Cette forte demande de liquidité s'accompagne d'un durcissement des standards de crédit très limité, par rapport à celle connue lors de la crise de 2008. Ceci s'explique certainement par la meilleure résilience du secteur bancaire européen, mais aussi par les mesures massives de soutien à la liquidité rapidement déployées par les États et par la BCE.

Celle-ci anticipe une demande davantage soutenue lors des prochains trimestres et répond avec un nouvel assouplissement des conditions sur les TLTRO III. Leur taux sera de 50 points de base inférieur au taux de refinancement (0%, soit -0,5%) de juin 2020 à juin 2021. Pour les établissements bancaires ayant atteint leur cible de performance de crédit, il pourra être jusqu'à 50 points de base inférieur au taux de dépôt (-0,5%, soit -1%).

De plus le PELTRO, programme temporaire de liquidité à long terme non ciblé est enrichi de sept opérations supplémentaires de refinancement dès le

mois de mai 2020, avec maturité jusqu'en juillet-septembre 2021 à un taux fixe (25 points de base sous le taux de refi) et en quantités illimitées.

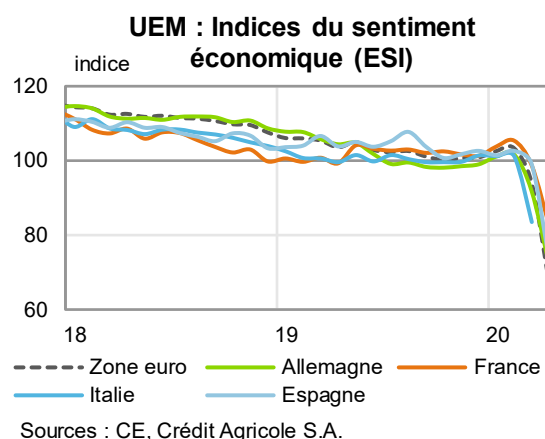
La BCE reconnaît l'incertitude qui entoure l'environnement économique et, bien qu'elle n'ait pas encore mis à jour ses prévisions officielles de croissance, évoque un scénario de baisse du PIB de l'ordre de 5% à 12% en 2020, selon les hypothèses de durée du confinement et d'efficacité des mesures de soutien à l'économie. La publication de la première estimation de la croissance du PIB au T1 à -3,8% sur le trimestre situe nos prévisions dans la partie basse de cette fourchette (-8%). En agissant d'abord sur le front du soutien à la liquidité, elle se laisse des marges de manœuvre pour étendre ses programmes de rachat de titres publics, lorsqu'elle aura une meilleure visibilité sur la croissance. Dans l'attente, la flexibilité inscrite dans les programmes lui permet de maintenir sous contrôle les primes de risque. Le temps permettra aussi aux pays de finaliser les plans de soutien à l'économie et d'éclaircir sur les besoins effectifs de financement des États.

☑ **Notre opinion** – « Nous ne tolérerons pas qu'un choc symétrique avec un impact symétrique se traduise par des dégâts asymétriques ». La BCE montre toute son intolérance envers le risque de fragmentation et souligne qu'elle est prête à utiliser toute la flexibilité que le programme d'urgence d'achats d'actifs (PEPP) lui permet. Dans le contexte actuel de choc impactant la totalité des pays, c'est l'instrument le plus approprié pour assurer des conditions de financement favorables aux États. L'OMT fait partie de la boîte à outils de la BCE, mais est plus pertinent en cas de risque porté par un pays individuellement. L'approche globale soulignée par la BCE vise donc à assurer une action qui continuera de permettre la transmission correcte de sa politique dans toutes les juridictions nationales, en évitant le risque de stigma et la conditionnalité stricte que l'utilisation de l'OMT impliquerait.

👉 Zone euro : le grand plongeon de l'enquête sur le sentiment économique au mois d'avril

L'indice du sentiment économique en zone euro a perdu plus de 27 points au mois d'avril pour se fixer en zone de contraction à 67 points, après 94,2 points en mars et 102,6 pts en janvier dernier. Il s'agit de son plus bas niveau enregistré depuis mars 2009. La ventilation par secteur révèle un repli généralisé que ce soit dans l'industrie (-19 points), les services (-32 points), la construction (-15 points), la vente au détail (-19 points) ou la confiance du consommateur (-11 points). Néanmoins, le plongeon est plus prononcé dans les activités de services, qui chutent à un plus bas niveau historique. La décomposition par pays souligne également une dégradation étendue à tous les pays de la zone, mais c'est l'Allemagne qui obtient le score le plus défavorable avec 72,1 points, suivie de l'Espagne à 73 points, tandis que la France s'en sort plus

favorablement à 82 points. L'Italie n'a exceptionnellement pas pu contribuer à l'enquête de la Commission européenne ce mois-ci.



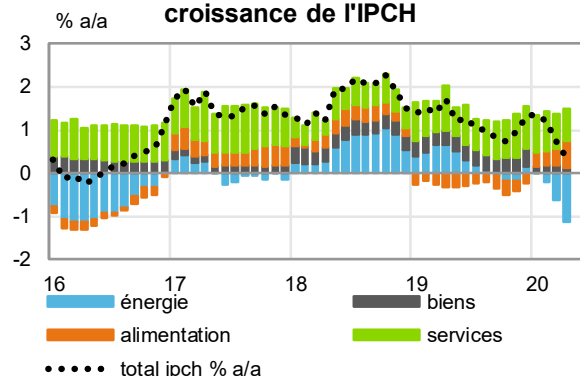
✓ **Notre opinion** – L'indice de confiance dans l'activité économique de la zone euro au mois d'avril reflète la chute d'activité engendrée par la pandémie. Le déclin est particulièrement marqué en raison des mesures d'arrêt des productions non-essentiels qui prennent pleinement effet ce mois-ci. Cet état des lieux dresse l'image d'un repli conséquent du PIB au deuxième trimestre et suggère une récession annuelle bien supérieure à celle observée dans la zone lors de la crise financière de 2009 où le PIB avait reculé de -4,5%.

👉 Zone euro : la hausse des prix des biens alimentaires freine la chute de l'inflation

L'indice harmonisé des prix à la consommation en zone euro a augmenté de 0,4% en variation annuelle au mois d'avril, après 0,7% en mars. Ce ralentissement de l'inflation provient essentiellement d'un repli plus accentué des prix de l'énergie (avec une contribution de -1,1 point en avril, contre -0,6 point en mars), tandis que le prix des biens alimentaires a contribué positivement à la hausse de l'indice (+0,6 point, contre +0,4 point un mois avant). Les prix des services et des biens industriels n'ont participé que modestement au fléchissement de l'inflation avec respectivement une contribution de 0,7 point, après 0,8 point et 0,1 point, après 0,2 point. La ventilation par pays indique un net tassement de l'inflation en Allemagne à 0,8%, contre 1,3% le mois précédent et une moindre dégradation en France, avec une inflation à 0,5% après 0,8%. En Italie, le niveau

d'inflation est resté inchangé à 0,1%, tandis qu'en Espagne les prix ont reculé de 0,7%, après +0,1%.

UEM : contributions sectorielles à la croissance de l'IPCH

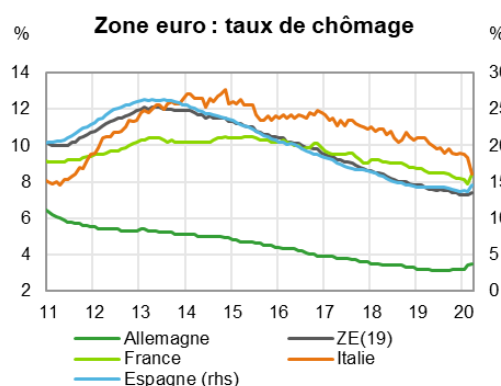


Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

✓ **Notre opinion** – L'inflation en zone euro s'est tassée au mois d'avril sous l'impulsion des prix de l'énergie tirés à la baisse par la chute de 10 dollars du prix du baril de pétrole sur le mois. Le regain d'inflation sur les produits alimentaires compense en partie cet effet désinflationniste. Toutefois, la dégradation conjoncturelle à l'œuvre devrait se répercuter partiellement sur le prix des biens industriels et des services qui pour l'heure sont encore épargnés.

👉 Zone euro : légère hausse du chômage en mars

Les données préliminaires de mars indiquent une très légère hausse du taux de chômage en zone euro passant de 7,3% en février à 7,4% en mars. Il en va de même dans le reste de l'union européenne, où il s'est établi à 6,6%, contre 6,5% en février 2020. Les pays ayant enregistré la plus forte progression sur le mois de mars sont l'Espagne passant de 13,6% en février à 14,5% en mars, suivie de la France (de 7,9 % à 8,4%). La hausse en Allemagne a été plus contenue : de 3,4% à 3,5% en mars. En Italie, la fermeture des activités non essentielles pendant la période de confinement a conduit à une baisse du taux de chômage passant de 9,3% à 8,4%, mais au prix d'une baisse importante de la population active.



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

✓ **Notre opinion** – Le raz-de-marée annoncé sur le marché du travail européen n'a pas eu lieu en mars. Les mesures prises par les différents gouvernements y sont pour beaucoup. Même si les modalités diffèrent d'un pays à l'autre, l'ensemble des gouvernements de la zone euro ont élargi et flexibilisé les dispositifs de chômage partiel existants pour répondre à la baisse d'activité liée aux différentes mesures de confinement. Cela veut-il dire pour autant que l'Europe pourra éviter une hausse plus marquée du nombre de chômeurs dans les mois à venir ? Rien n'est moins sûr, mais l'étendue du choc sur l'emploi sera sans aucun doute asymétrique et dépendra d'une part des modalités de reprise, mais surtout de la structure du marché de l'emploi dans les pays en question. Les pays présentant les marchés du travail les plus segmentés, tels que l'Espagne ou encore le Portugal fortement axés sur les activités de service, pourraient enregistrer une

hausse plus durable du taux de chômage qui touche en premier lieu les travailleurs les plus précaires. Les marchés du travail sous tension comme en Allemagne devrait inversement connaître une forte dégradation, puis une forte reprise de l'emploi.

Italie : la phase 2 démarre en mai, après une baisse de 4,7% du PIB au T1

Alors que le pays constate une nouvelle baisse du taux de progression des nouvelles contagions (1%) et que le nombre de personnes en thérapie intensive descend à 1 795 (contre 4 035 au début du mois d'avril), le gouvernement a annoncé les mesures de déconfinement.

Dès le 4 mai et pendant deux semaines, les déplacements deviennent possibles pour des raisons professionnelles, de santé, de nécessité et de visite à la famille. Ils restent néanmoins limités à l'intérieur de région. Des déplacements entre régions sont aussi possibles pour raisons justifiées liées à l'activité professionnelle, de santé, d'urgence et pour le retour à sa résidence principale.

Les rassemblements restent toujours interdits. Les cérémonies religieuses sont autorisées uniquement pour les funérailles et limitées à quinze personnes faisant partie du cercle familial. L'accès aux Ephad est aussi permis pour les familles. Les parcs rouvrent et l'activité sportive individuelle à l'extérieur est permise. La reprise des entraînements est permise à huis-clos pour les sportifs professionnels et les équipes nationales pour les seuls sports individuels.

Le port du masque devient obligatoire dans les transports et dans les lieux publics fermés.

Toute mobilité est interdite aux sujets positifs et toute personne symptomatique doit être isolée et se déclarer auprès de son médecin traitant. Il est recommandé de ne pas sortir aux personnes âgées et fragiles.

Les écoles de tous niveaux et les universités restent fermées.

En revanche, les activités de production dans l'agriculture, l'industrie et la construction reprennent. Un protocole de sécurité et d'assainissement des lieux établi entre le gouvernement et les partenaires sociaux doit s'appliquer.

Dans les services, les services d'intermédiation immobilière, le commerce de gros et les hôtels rouvrent. Le commerce de détail reste toujours fermé, mais les libraires, la vente de produits pour l'enfance peuvent rouvrir. Les bars et restaurants restent fermés, mais peuvent assurer en plus de la livraison la vente à emporter.

✓ Notre opinion – La récente publication de la première estimation du PIB pour le premier trimestre nous indique un repli de l'activité de 4,7% sur le trimestre précédent dû à la fois à une baisse de la demande intérieure et étrangère nette. Alors que l'activité dans l'industrie et dans le commerce de détail était en reprise sur les deux premiers mois de l'année (acquis de 1% et 0,9% respectivement pour le T1 en février), la fermeture des commerces et des services de restauration et de loisir à partir du 11 mars a visiblement eu un impact brutal sur l'activité du mois. Cette évolution laisse un acquis de croissance fortement négatif à l'année 2020 (-4,9%), mais surtout laisse envisager une baisse beaucoup plus marquée de l'activité au deuxième trimestre, puisqu'à partir du 23 mars c'est la totalité des productions non-essentiels qui a été suspendue.

Le débat sur la réouverture de l'activité a été animé. Il s'est accompagné d'une consultation avec les scientifiques, les partenaires sociaux et les représentants des collectivités locales. La question d'une réouverture différenciée par territoire s'est posée, avec une forte pression des régions du nord à anticiper la reprise de l'activité et une position plus attentiste pour celles du sud, qui ont envisagé la fermeture de leurs frontières pour éviter l'importation de la contagion.

Dans l'ensemble, les zones les plus touchées par la fermeture des activités non-essentiels sont les Marches, l'Émilie-Romagne, le Frioul-Vénétie Julienne et la Vénétie, c'est-à-dire celles dans lesquelles la valeur ajoutée des activités suspendues pèse plus sur l'économie régionale. Les Marches et le Frioul-Vénétie Julienne sont surtout pénalisés par l'industrie qui, dans les deux régions, connaît une incidence des activités suspendues proche de 70% (forte spécialisation dans des secteurs non-essentiels : mode, mobilier, construction navale). En Émilie-Romagne et en Vénétie aussi, la suspension des activités a un impact significatif sur l'industrie et les services. À l'autre extrême, les activités suspendues ont moins d'impact en Calabre, en Sicile et dans le Latium, caractérisées par un poids plus important des secteurs essentiels (agro-alimentaire en Calabre et en Sicile, pharmaceutique dans le Latium, services publics dans les trois).

Italie : le gouvernement accompagne la réouverture par 55 Mds € de mesures de soutien supplémentaires

Le gouvernement accompagne la réouverture avec des mesures supplémentaires de soutien à l'économie.

Ces mesures s'inscrivent dans la logique du renforcement et du prolongement du précédent décret « *Cura Italia* » d'une valeur de 16 Mds €, soit 1,2% du PIB auquel s'ajoutent 55 Mds € (soit 3,3% du PIB). Au total, le soutien à l'économie ayant un impact sur le déficit est de 4,5% du PIB. Des garanties publiques pour 750 Mds € (soit 42% du PIB) avaient aussi été octroyées début avril.

Ces nouvelles mesures renforcent le volet de soutien aux revenus et au dispositif de chômage partiel pour un total de 21 Mds €. Un deuxième volet très important concerne la liquidation immédiate des arriérés de paiement des administrations publiques aux fournisseurs. Ce point très sensible veut faire sien les enseignements de la crise de 2021, lorsque le fort retard du règlement des administrations publiques avait engendré des fermetures d'entre-

prises, notamment dans les secteurs de la construction et de la santé. Pour permettre notamment aux collectivités locales de faire face aux 15-20 Mds € de paiements restant dus, il serait aussi nécessaire de procéder à la recapitalisation de la Caisse des dépôts (CDP) pour 45 Mds €.

Ces mesures viennent alourdir le déficit de 4,5%. S'ajoute une dégradation spontanée du solde public, liée à la dégradation de la conjoncture de 4,1%. En effet, le gouvernement prévoit une baisse de 8% du PIB en 2020. Partant d'un déficit anticipé avant la crise de 1,8%, le déficit se monterait à 10,4% du PIB en 2020. Cette dégradation serait en partie temporaire et le déficit baisserait à 5,7% en 2021. Le nouveau besoin de financement se monterait à 155 Mds € en 2020. C'est ce qui est prévu par le gouvernement dans le Programme de stabilité présenté cette semaine. Le ratio dette/PIB augmenterait de 134,8% en 2019 à 155,7% en 2020, pour revenir à 152,7% en 2021.

✓ Notre opinion – Avec son nouveau programme d'urgence PEPP, la BCE pourrait se porter acheteuse d'obligations d'État italiennes entre 150 et 200 Mds € au cours de cette année. Ceci permettrait de financer le déficit de cette année et d'acheter également une tranche des titres arrivant à échéance et à renouveler. Le maintien à un niveau élevé de la prime de risque, malgré cette action de la BCE reflète l'incertitude des investisseurs engendrée par l'alternance de gouvernements avec des objectifs de politique budgétaire incohérents avec une stratégie de relance de la croissance et de réduction d'une dette publique élevée. Il reflète aussi un contexte institutionnel monétaire et fiscal européen en mutation (suspension des règles budgétaires du Pacte de stabilité et de croissance et mesures expansionnistes de la BCE), qui pourraient réduire l'incitation à une telle stratégie de soutenabilité.

Alors, est-ce que les marchés sont en train de forcer l'Italie à fournir la garantie du retour vers une telle stratégie ? Les conditions actuellement requises pour l'activation de la nouvelle ligne de crédit du MES sont :

- 1 - L'utilisation des fonds pour les dépenses liées à la crise sanitaire ;
- 2 - Le retour au respect des règles fiscales européennes après la crise.

Une fois cet engagement rendu explicite, il serait plus facile aussi pour la BCE de se rendre disponible pour garantir la liquidité des obligations d'État italiennes sans limites. Cet engagement renforcé pourrait être aussi un signal positif pour les partenaires européens dans le contexte de la négociation en cours sur la création d'un fonds européen financé par des titres de créance européens. Il pourrait faire la différence dans la disponibilité des autres pays à concéder des subventions plutôt que des prêts, ce qui ferait une différence considérable sur les perspectives de soutenabilité de la dette italienne.

Europe du Sud : à l'heure du déconfinement

L'heure du déconfinement a sonné pour nombre de pays du sud de l'Europe. L'Espagne, mais aussi la Grèce et le Portugal ont annoncé cette semaine leurs plans de sortie de crise. Les trois pays avaient mis en place des mesures strictes de distanciation sociale qui impliquaient, en plus de la fermeture des lieux publics, bars et restaurants, des restrictions de déplacement de la population, voire la fermeture de secteurs productifs. Les conséquences sanitaires n'ont cependant pas été les mêmes d'un pays à l'autre. Alors que l'Espagne présente le deuxième plus lourd bilan en Europe avec plus de 24 000 décès, le Portugal et la Grèce ont été cités à

titre d'exemples dans leur gestion de la crise (respectivement 2 576 et 139 décès répertoriés depuis le début de l'épidémie). Pourtant moins armés, avec des systèmes sanitaires éprouvés par plusieurs années d'austérité, aussi bien Antonio Costa que Kyriákos Mitsotákis se sont distingués par leur réactivité. Alors que le premier cas de Covid-19 a été détecté le 27 février, le gouvernement grec a, dès le 4 mars, décidé la fermeture des écoles et l'interdiction des manifestations publiques. Le 22 mars, le gouvernement a renforcé les mesures de confinement en limitant la circulation de personnes, sauf pour motif de travail ou de santé. Le

Portugal a dès le 12 mars, ordonné la fermeture de toutes les écoles, la suspension des liaisons aériennes et l'annulation d'événements populaires pour décréter l'état d'urgence le 19 mars. L'Espagne a été prise de court par la propagation de l'épidémie. Le pays a déclaré l'état d'urgence sanitaire le 14 mars. Il a été renouvelé depuis et renforcé entre le 29 mars et le 9 avril, avec la fermeture de tous les secteurs non essentiels.

Annoncé mardi 28 avril, le plan de déconfinement en **Espagne** devrait se dérouler en quatre étapes de quinze jours. Son déploiement dépendra de l'évolution de la situation épidémiologique par province, avec une sortie de l'état d'urgence fixée à juin. En parallèle, le gouvernement a lancé une large enquête pour mesurer le degré d'immunité de la population et mieux appréhender la sortie de crise. Le pays comptabilise plus de 213 435 cas. Lors de la phase préparatoire qui débutera le 4 mai, les sorties de mineurs, de même que les sorties pour une activité sportive individuelle devraient être autorisées. Certains services (restauration à emporter et services de proximité sur rendez-vous seront rouverts. La phase initiale prévue pour mi-mai verra une ouverture des magasins et des restaurants dont l'occupation ne devra pas excéder 30% de la capacité. Les réunions à domicile seront également autorisées, de même que les déplacements au sein de la même province. Début juin, les cinémas, théâtres, les auditoriums, ainsi que les salles d'exposition et monuments pourront rouvrir avec un tiers de leur capacité. Les événements et spectacles en plein air seront autorisés, lorsque moins de 400 personnes sont assises. Les lieux de culte doivent être limités à 50 % de leur capacité. Enfin, la troisième phase devrait alléger les contraintes sur les restaurants, bars et commerces, bien que les distances minimales de 2 mètres soient toujours exigées.

La baisse du PIB de 5,2% au cours du premier trimestre, soit la plus forte contraction qu'ait connue le pays depuis un siècle, reflète l'étendue du choc lié à la crise sanitaire avec une contraction de la consommation de plus de 7% et une baisse de l'investissement de 5% d'un trimestre sur l'autre. La croissance devrait se contracter davantage au cours du deuxième trimestre. L'impact en valeur ajoutée du confinement est estimé à 8 points PIB² en 2020. Parallèlement à l'état d'urgence sanitaire, le gouvernement a lancé un ensemble de mesures à hauteur de 10 points de PIB visant à préserver l'emploi et le système productif. 100 milliards d'euros ont été alloués à la mise en place de garanties publiques de prêts aux entreprises, centrées en grande partie sur les PME. Le dispositif de chômage partiel a été élargi et renforcé pour les secteurs les plus touchés par les décrets de confinement. Un ensemble de mesures sociales (moratoire sur les hypothèques et les loyers) visent également à protéger les ménages les plus vulnérables. Hors garanties, les mesures de soutien sont équivalentes à 3,3 points de PIB ce qui

porterait le déficit public à 5,9% en 2020. La baisse des recettes budgétaires inhérentes à la contraction de l'activité pourrait creuser davantage le déséquilibre des finances publiques jusqu'à -10% du PIB. La dette augmenterait en conséquence et atteindrait 110% du PIB et cela malgré le maintien de conditions de financement accommodantes suite à l'action de la BCE.

Le **Portugal** devrait également procéder à un déconfinement progressif en trois étapes qui se succéderont tous les quinze jours. La première phase devrait débuter le 4 mai avec la réouverture des petites entreprises, des magasins d'une superficie maximale de 200 m² et de certains services de proximité (librairies, coiffeurs, concessionnaires automobiles). La deuxième phase devrait commencer le 18 mai avec la réouverture des restaurants, des magasins jusqu'à 400 m² et une réouverture progressive des écoles qui devrait s'étaler sur la troisième phase prévue pour le 1^{er} juin qui verra également l'ouverture des cinémas et les théâtres.

Le pays ne devrait cependant pas échapper à une lourde récession en 2020 qui pourrait atteindre 5% dans un scénario de récession mondiale, la part croissante des exportations aussi bien de biens que de services (tourisme) dans le PIB fragilisant davantage l'économie portugaise. Le Portugal devrait néanmoins enregistrer un rebond en 2021, puis une croissance plus dynamique en 2022. Le taux de chômage devrait augmenter en conséquence. Les mesures engagées par le gouvernement devraient cependant limiter les conséquences des mesures d'état d'urgence grâce à la flexibilisation du chômage partiel et aux soutiens aux entreprises. En effet, une ligne de crédit d'un montant de 3 milliards d'euros a été débloquée pour venir en soutien aux PME, ciblant les secteurs prioritaires comme le tourisme, la restauration, l'industrie textile ou encore les industries extractives. Cette dernière a pu être augmentée à 4,3 milliards d'euros après la décision de la Commission européenne de venir en soutien aux plans pays de la zone. Les prêts seront garantis à hauteur de 80% par l'État, avec un taux d'intérêt compris entre 1% et 1,5%. À ces garanties devraient s'ajouter un effort budgétaire de 9 millions d'euros, prenant la forme d'allègements de charges et de cotisations sociales. Afin de préserver l'emploi, le dispositif de chômage a été simplifié pour les entreprises qui affichent de lourdes pertes en chiffre d'affaires. Près de 40 000 entreprises auraient demandé à adhérer à ce dispositif dans lequel l'État reverse 70% du salaire dans une limite de 1 905 euros bruts par mois. Le coût de la mesure est estimé à 1 milliard d'euros par mois, auquel s'ajoutent 300 millions d'euros pour le soutien extraordinaire aux familles qui bénéficient d'une prise en charge de 66% de leur rémunération pour les gardes d'enfants.

L'union nationale derrière Antonio Costa a favorisé une action rapide du gouvernement qui reste

² Espagne – Au cœur de la tourmente – Avril 2020

conscient de la fragilité de son système de santé. Mais après plusieurs années de consolidation budgétaire, la crise devrait fortement peser sur les finances publiques du pays qui avaient atteint l'équilibre en 2019. L'effort budgétaire pour 2020 est estimé à 20 milliards d'euro, soit 9 % du PIB, et devrait entraîner une hausse du ratio de dette publique qui était déjà conséquent (117% en 2019). L'action de la BCE a permis d'alléger la pression sur les taux souverains, mais le Portugal ne dispose pas des mêmes marges de manœuvre que d'autres pays européens. Malgré la crise sanitaire, les agences de notation Standard and Poor's et Fitch ont réaffirmé la notation souveraine à long terme du pays en « BBB », tout en retirant la perspective positive qui l'accompagnait.

La **Grèce** devrait entamer un retour progressif à la normale avec une levée des restrictions de circulation à partir du 4 mai, de même que la réouverture des petits commerces et des lieux de culte. Les lycées et collèges devraient rouvrir à partir du 11 mai, de même que les autres commerces. Enfin, la réouverture des restaurants et cafés est prévue pour le 1^{er} juin.

À l'instar du reste de l'Europe, la Grèce devrait entrer en récession en 2020. L'impact économique de la crise pourrait amener à une contraction du PIB de

5% en 2020, avec une reprise envisagée en 2021, dont l'ampleur dépendra en grande partie de la conjoncture internationale et de la reprise des activités touristiques dont la réouverture est prévue en juillet. Le gouvernement devrait, en outre, engager un large plan de relance pour soutenir l'activité en plus des mesures de préservation économique engagées en 2020. Le coût budgétaire de la crise devrait replonger le solde primaire du pays en territoire négatif, après plusieurs années d'excédent, entraînant une hausse du ratio de dette publique. Les mesures estimées à 7 milliards en 2020 incluent une impulsion budgétaire de 2,1 milliards d'euros (soutien financier extraordinaire aux salariés, 150 millions d'euros de soutien aux secteurs primaires, augmentation des dépenses de santé de 500 millions d'euros) et un report de charges de 3,7 milliards d'euros (2,1 milliards d'euros de suspension de dettes fiscales) auxquelles s'ajoute 1 milliard de mesures de liquidité et de garantie. La Grèce, qui sort à peine de plusieurs années de crise, pourrait souffrir davantage des conséquences internationales de la crise en dépit de la bonne gestion de l'épidémie par le gouvernement. Trois agences de notation (S&P, Fitch et DBRS) ont levé en l'espace de deux jours la perspective positive attribuée à la note souveraine du pays sans en modifier le *rating*.

✓ Notre opinion – *Indépendamment de l'ampleur de la crise sanitaire, les pays du sud de la zone euro devraient souffrir pareillement de la crise économique qui se profile. Malgré un renforcement de leurs fondamentaux depuis la grande récession de 2008, ils restent plus fragiles que d'autres. D'une part du fait de la structure de leurs économies, aussi bien l'Espagne que le Portugal et la Grèce restent centrés sur les activités de services, avec une place importante accordée au tourisme.*

Or, malgré la levée de restrictions domestiques, il est peu probable que les flux touristiques se normalisent dans l'immédiat, ce qui laisse présager une reprise plus longue et plus incertaine que dans d'autres économies. Deuxièmement, la fragilité de ces pays s'explique par la structure de leur marché du travail. Excepté le Portugal qui a réussi à faire baisser son taux de chômage à 6%, la Grèce et l'Espagne continuent de traîner le passif de la crise avec des taux de chômage structurels à deux chiffres.

Malgré les mesures de préservation de l'emploi qui restent plus limitées que dans d'autres pays, le chômage devrait repartir à la hausse. Enfin, en raison de leurs finances publiques, la crise sanitaire risque de mettre à mal plusieurs années de consolidation budgétaire. Les trois pays présentent des finances publiques en déséquilibre et des dettes publiques conséquentes, ce qui non seulement limite leur marge de manœuvre, mais fait également renaître le spectre d'une crise de dette, même si pour le moment le risque est écarté par l'action de la BCE. Les récentes décisions des agences de rating risquent cependant de raviver les effets de discrimination sur les marchés obligataires pénalisant davantage le sud de l'Europe quelle que soit sa gestion de la crise sanitaire.

Pays émergents

Inde : dure sera la chute

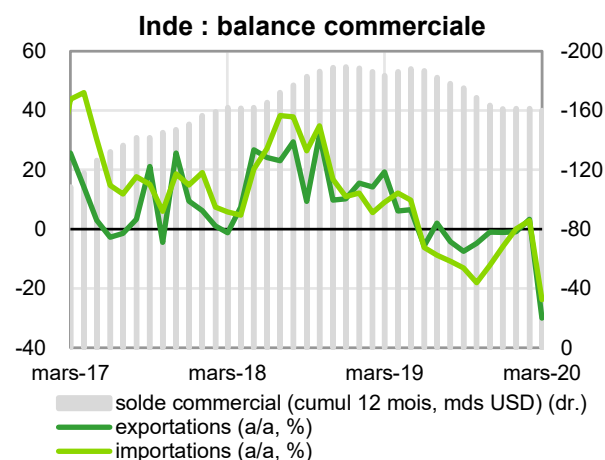
Les tensions montent entre États et pouvoir central sur la sortie du confinement

Avec moins de 1 000 décès pour 30 000 cas, le confinement indien semble porter ses fruits. Bien sûr, le nombre de cas est sans doute sous-estimé, dans ce pays densément peuplé (455 habitants au km², avec de nombreuses zones urbaines très denses), mais les signaux du terrain sont plutôt encourageants. Après un confinement de quarante jours qui doit s'achever le 3 mai, la reprise de l'activité semble indispensable, voire vitale. Elle se fera cependant de manière progressive. Le président Modi a, en effet, annoncé qu'il étudiait la possibilité de différencier les zones en fonction de la prévalence de l'épidémie et d'isoler les « hotspots ». Des dissensions commencent toutefois à apparaître entre le pouvoir central, qui veut garder la main sur la gestion de la crise et les États – notamment les moins touchés par l'épidémie – qui souhaitent voir l'économie redémarrer. Le cas du Kerala incarne ces tensions. Dernière région dirigée par un gouvernement marxiste, et pourtant premier État indien à avoir signalé des cas, le virus a été rapidement maîtrisé grâce à une gestion très locale à travers les « panchayats », assemblées se réunissant dans les communes, la fourniture d'assistance aux plus pauvres (nourriture mais aussi lieux de confinement) et le déblocage d'un plan d'aide de plus de 2 milliards de dollars. Fort de cette bonne gestion, les autorités locales ont annoncé la réouverture de certaines activités, avant d'être sèchement rappelées à l'ordre par le pouvoir central.

Un espoir pour le commerce extérieur, un choc profond sur la demande intérieure

Avec un confinement mis en place fin mars, peu de données sont déjà disponibles et il faudra attendre le mois de mai pour estimer l'impact de ces quarante jours sur l'activité. L'effondrement du commerce extérieur donne cependant un avant-goût de l'ampleur du choc. En mars, les exportations ont ainsi chuté de 34,6% et les importations de 28,7%. Seule bonne nouvelle, la baisse du prix du pétrole, dont l'Inde est importateur net. Bien que le pays exporte aussi du pétrole raffiné, l'effet global joue positivement sur la balance commerciale. Cet effet pourrait bien sûr se trouver renforcé, si les exportations indiennes hors pétrole raffiné redémarrèrent dans un environnement de prix toujours bas. Cela permettrait également au pays de rééquilibrer une balance commerciale structurellement déficitaire et de limiter les pressions sur la roupie, qui s'est dépréciée d'environ 8% depuis janvier. Un scénario d'autant plus nécessaire que l'Inde subit de plein fouet la volatilité des capitaux et l'effet « *flight to quality* ». Le secteur pharmaceutique, dont les exportations représentent 0,7% du PIB indien, a aussi une carte à jouer dans

le contexte actuel, sans toutefois avoir les moyens d'être une vraie locomotive pour la reprise.



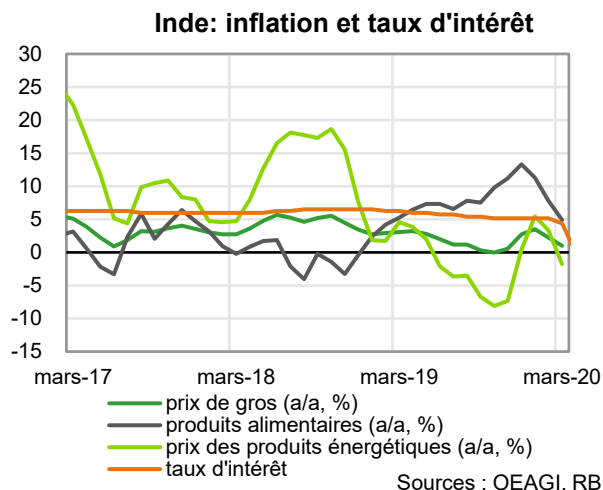
Sources : Ministère du Commerce et de l'Industrie

Côté intérieur, le tableau est encore plus sombre et l'impact social de la crise risque de se faire longtemps ressentir. L'Inde reste un pays pauvre (PIB par habitant de 2 00 dollars, contre près de 10 000 pour la Chine), très informel (90% de la population active n'a pas de contrat de travail). Il est estimé que le confinement ampute l'activité d'au moins 50%, contre 30% dans les pays développés, plus digitalisés. La crise sanitaire, qui a mis une nouvelle fois en lumière les conditions de vie désastreuses des travailleurs migrants, qui ont cherché à tout prix à rejoindre leur campagne pour fuir l'enfer des villes bouclées. Cet exode massif, qui a donné lieu au plus grand déplacement de population depuis la guerre avec le Pakistan, risque également de ramener l'Inde plusieurs années en arrière, en obligeant les travailleurs bloqués à revenir à une agriculture de subsistance, le temps que les mobilités urbaines se remettent en place. Ajouté à cela qu'il faudrait en théorie une croissance annuelle de 7% pour absorber tous les nouveaux entrants sur le marché du travail, l'impact sur l'emploi et donc la consommation (un peu moins de 60% du PIB en 2019) risque d'être élevé.

Quelles sont les marges de manœuvre du gouvernement pour alléger l'impact de la crise ?

Au niveau monétaire, le ralentissement de l'inflation observé ces derniers mois (5,9% en mars en glissement annuel, après 6,6% en février et 7,6% en janvier) a permis de laisser un peu plus d'espace à la Banque centrale, qui a baissé son principal taux directeur de 75 pb, à 4,4%, a injecté 7 000 milliards de roupies de liquidités sur le marché (environ 3% du PIB) et relâché la réglementation bancaire, notamment sur le signalement des prêts non performants. D'autres opérations, de rachats de titres obligataires et d'entreprises directement sur le marché primaire, ne sont pas à exclure. Les efforts

consentis par la RBI n'ont cependant qu'un impact limité sur l'économie réelle, et cette dernière manœuvre dans un environnement d'autant plus trouble que le secteur bancaire indien est déjà très risqué, avec un taux d'actifs non performants supérieurs à 11% (et encore plus haut dans les banques publiques).



Côté budgétaire, les grandes annonces se font cependant toujours attendre. Les mesures annoncées, qui se limitent pour l'essentiel à la fourniture

d'aides d'urgence aux plus pauvres, ne s'élèvent pour l'instant qu'à 0,8% du PIB. Les échos locaux indiquent cependant qu'il ne faut pas s'attendre à beaucoup plus, en raison d'une part de la situation très dégradée des finances publiques (déficit cumulé de 7,3% en 2019 qui pourrait dépasser les 11% en 2020) et du peu de profondeur de l'État, qui peine à lever des recettes – c'est là où l'informalité du marché du travail pèse le plus. Des initiatives régionales, comme dans le Kerala, pourraient se substituer à l'État central, mais dépendront fortement des marges de manœuvre de chaque gouverneur, ainsi que de ses relations avec le pouvoir central.

Dans ce contexte, le risque politique est toujours présent et s'intensifie. À l'intérieur du pays et entre communautés d'abord, les musulmans ayant été accusés d'avoir inventé et propagé le virus, comme une forme de djihad sanitaire. Entre classes sociales ensuite, les populations les plus pauvres, payant un très lourd tribut dans cette crise. Enfin, au niveau extérieur, les tensions avec le Pakistan, qui s'affirme comme allié indéfectible de la Chine, sont toujours vives. Et ce ne sont pas les chiffres du budget militaire indien, en hausse de 7% en 2019 qui apaiseront ce climat géopolitique électrique.

Russie : on entre dans la période la plus difficile

C'est le sens du dernier message de V. Poutine à la nation, dont le ton très alertant contraste avec « l'ambiance de déconfinement » qui a saisi beaucoup de pays, notamment en Europe.

Effectivement, le nombre de cas atteint des records journaliers, à 6 411 mardi dernier, et un total de cas à 93 558, qui place la Russie dans les huit pays du monde les plus affectés. Mais rappelons-le (sous réserve des erreurs statistiques), le taux de mortalité global (0,9% : nombre de décès/nombre de cas) reste faible comparé aux pays européens les plus touchés, qui dépassent 10%. Pour autant, le ton de V. Poutine est très grave et à la mesure des enjeux actuels et à venir, sanitaires, financiers et économiques.

Le bilan sanitaire : attention au mois de mai et aux signaux politiques

En matière sanitaire, sachant que les « vacances nationales » ont été prolongées jusqu'au 12 mai, la Russie doit affronter quatre risques majeurs dans les semaines qui viennent :

- 1 - Le risque d'engorgement des hôpitaux à Moscou**, qui sont à la limite de la saturation.
- 2 - Le risque de diffusion de la maladie aux régions**, car elle semble accélérer et la plupart des régions sont sous-équipées en matériel médical. On a peu d'information, évidemment, mais beaucoup de signaux. Par exemple, cette

déclaration du responsable des programmes atomiques russes qui alerte à propos des villes « nucléaires ». Ainsi, le personnel de Sarov serait infecté, et il faut savoir que Sarov est l'un des lieux les plus secrets du programme russe (qui n'était même pas indiqué sur les cartes avant 1991 !).

Cette diffusion aux régions, officielle ou non, est donc en train de se faire, malgré la faible densité russe. Visiblement, elle est passée par les urbains qui sont allés à la campagne, et cela nous amène au troisième risque.

- 3 - Mai est le temps des grands week-ends à la « datcha »** (maison de campagne) et des barbecues. Chaque pays a ses spécificités culturelles nationales, qui sont autant de forces et de faiblesses dans la lutte contre le virus. La distance sociale est un problème dans les pays latins, mais elle l'est aussi en Russie, et surtout en mai. D'ailleurs, les relevés de mouvements publiés par Yandex montrent que le confinement n'est pas totalement respecté à Moscou.

Le danger sanitaire, en Russie, c'est donc aussi la tradition de convivialité russe et la tendance à ne pas respecter les règles officielles, (mais la Russie n'est pas la seule dans ce cas...).

- 4 - Le mécontentement monte dans certaines régions** qui sont sous-équipées en masque. Ainsi, cette semaine, les ouvriers de Gazprom du champ de Chagenda, en Yakoutie, ont manifesté

leur colère. Pas de masques, pas assez d'information. « Sommes-nous des cochons ? » ont-ils hurlé, et ce n'est pas un message sans conséquence, quand il s'étale dans les *news* russes. Enfin, sur les réseaux sociaux, les manifestations continuent. Le risque politique est de plus en plus net en Russie.

Le bilan économique : la chute de la confiance et la baisse des taux

En matière économique et financière, les prochaines semaines vont être redoutables. Le PIB du premier trimestre donne pourtant un acquis de croissance favorable pour cette année, notamment grâce à la hausse exceptionnelle des ventes au détail en mars (5,6%), car les Russes se sont précipités pour acheter avant le confinement.

En revanche, les premiers signaux de ralentissement de la production industrielle sont là (0,3% en variation annuelle, contre 3,3% en février), mais le gros choc va avoir lieu sur les chiffres d'avril.

Mauvais point également pour le premier trimestre : une légère baisse des revenus disponibles (-0,2%). On le sait, c'est le talon d'Achille russe dans cette crise : la paupérisation de la classe moyenne, qui a déjà été en première ligne face aux sanctions russes. Cela va nourrir le mécontentement politique. Effectivement, le *rating* de V. Poutine ne cesse de chuter, tandis que celui du maire de Moscou augmente.

Enfin et surtout, l'indice PMI des services, qui vient d'être publié, est en chute libre à 37,1 en mars, encore plus bas que le même indice pour le secteur manufacturier, à 47,5 en mars, contre 48,2 en février.

De fait, la Banque centrale a réagi en baissant ses taux à 5,5%, en annonçant qu'elle pouvait aller jusqu'à 5%, et en intervenant pour soutenir le rouble.

Cela a plutôt réussi avec une stabilisation de la devise russe en début de semaine. Mais la Banque centrale a aussi averti que la récession pouvait aller jusqu'à -6%, chiffre qui se situe parmi les prévisions les plus négatives du marché (un peu moins cependant que ce qui s'est passé en 2008).

La crise sonne-t-elle aussi la fin des paradis fiscaux ?

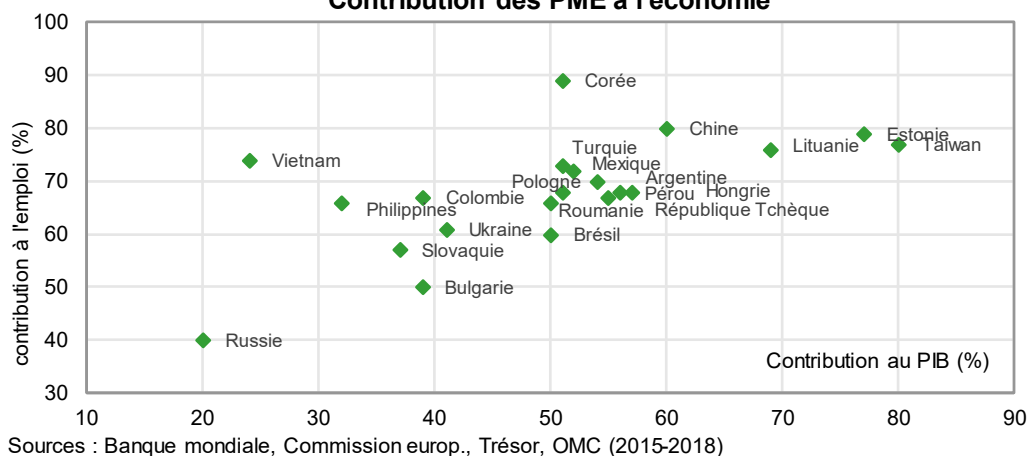
La confiance des entrepreneurs est donc au plus bas, secouée à la fois par le choc du Covid, mais aussi par la crise pétrolière, qui a pris cette semaine un nouveau tournant structurel.

De fait, pour tous les pays pétroliers, la « crise dans la crise » (crise pétrolière et crise sanitaire) crée des risques de marché à court terme (les valeurs énergétiques sont celles qui attirent les investisseurs), mais pose aussi des questions bien plus graves de visibilité sur les équilibres fiscaux, à court comme à long terme.

À court terme, le budget va évidemment être en déficit. Difficile encore de situer la prévision, mais sans doute entre -3% et -5%. Mais à plus long terme, c'est la structure fiscale russe elle-même qui est en jeu, parce qu'elle n'a pas été construite pour un pétrole à moins de 20 dollars par baril – les revenus de l'énergie représentent 20% du total du budget consolidé, suivis par la TVA à 18%.

Or, dans un monde avec un pétrole sous les 30 dollars, s'il se confirme, la Russie n'aura sans doute pas d'autre moyen que d'augmenter les taxes sur les autres secteurs exportateurs, sur la TVA, sur l'alcool, mais aussi sur les bénéfices des entreprises et sur les revenus. Mais pour faire cela, c'est-à-dire pour changer l'équilibre fiscal d'un pays, il faut posséder une vraie marge de manœuvre politique. C'est donc bien là que peut se situer le problème.

Contribution des PME à l'économie



☑ **Notre opinion** – *La situation sanitaire se tend en nombre de cas (mais un taux de mortalité toujours très faible) et les quelques semaines à venir sont les plus dangereuses, que ce soit pour le risque de « débordement » sanitaire à Moscou ou pour le risque de contagion accrue en province. Les indicateurs économiques commencent à pointer la baisse, mais le gros choc sera en avril. Mais les indicateurs de confiance sont déjà en chute libre. Sur les marchés, la Banque centrale est active pour soutenir le rouble et a enfin baissé ses taux. Pour autant, rappelons-le, la Russie a des atouts face au choc du confinement, notamment la faible part des PME dans l'économie, et elle a une vraie marge de manœuvre sur sa dette publique, qui lui laisse une possibilité de « sortir » de la crise en moins mauvais état souverain que beaucoup de ses voisins européens.*

En revanche, la nouvelle chute du pétrole commence à poser des questions plus structurelles : comment réformer la fiscalité d'un pays pétrolier ? Pour cela, il faut une marge de manœuvre politique que V. Poutine semble en train de perdre.

Roumanie : les ailes coupées d'une économie déjà fragile

Au-delà de la crise sanitaire, qui a atteint probablement le point haut de l'épidémie, la crise économique se dirige vers son point bas avec une récession du PIB attendue cette année autour de 4% à 6%. Ces chiffres ne sont pas si mauvais à court terme, en termes comparatifs et notamment par rapport à 2008, car la Roumanie aborde cette crise en meilleure situation qu'elle ne l'était alors. Cependant, il s'agit tout de même d'une économie fragile, qui avait de sérieux défis économiques et sociaux à relever et la situation risque donc de se compliquer à moyen terme.

Ainsi, presque toutes les variables macro-économiques seront affectées, ce qui va vite impacter le profil de solvabilité du souverain, qui jusque-là était un point de soutien au *rating*, mais qui va se dégrader rapidement. En effet, la dette publique, actuellement à 35% du PIB, devrait augmenter sensiblement (autour de 50% du PIB, voire au-delà de 60% à moyen terme) principalement pour deux raisons : la première est liée aux réformes votées avant le Covid-19 qui prévoyaient une forte hausse du salaire minimum et du niveau des retraites (40% en 2020 avant d'atteindre la cible de 50% à horizon 2024).

La deuxième source de hausse de la dette inclut les dépenses liées à la crise sanitaire et les mesures de soutien à l'économie et cela dans un cadre de diminution sensible des recettes publiques. Le déficit budgétaire devrait atteindre cette année 8% du PIB, avant de se réduire progressivement, mais certainement lentement. D'ores et déjà les agences de notation (Fitch et Moody's) ont posé une perspective négative au *rating* souverain qui devrait se concrétiser par une baisse de la note dans les prochains mois.

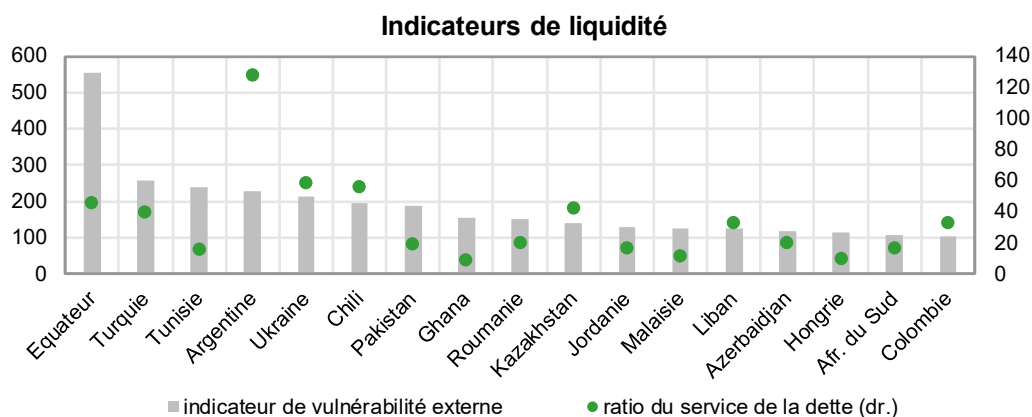
Par ailleurs, l'économie roumaine est également exposée à d'autres risques, comme celui de la

baisse de la demande externe. En effet, pour une économie ouverte comme la Roumanie (les exportations de biens et services représentent 42% du PIB), la récession de l'UE, qui est la principale destination des exportations – plus particulièrement l'Italie qui concentre quasiment la moitié des exportations –, aura des effets très nocifs sur la balance des paiements et ceci durablement.

Le déficit courant devrait atteindre 6% du PIB, exerçant ainsi une forte pression sur la devise. Jusque-là, le pays bénéficiait d'un flux important d'IDE (2,5% du PIB), mais les premières estimations font état d'un déclin assez rapide de ces flux. Ceci implique donc une hausse de la dette externe, pourtant déjà élevée, (108% des exportations actuellement) pour financer le déficit courant. L'investissement privé risque de ralentir également et de peser sur la croissance potentielle, qui pourrait également diminuer à l'issue de cette crise. Et n'oublions pas les enjeux démographiques très défavorables pour le pays à moyen et long termes.

Enfin, la consommation des ménages, principal moteur de croissance de l'économie sera négativement affectée par cette crise, en raison de l'augmentation du taux de chômage suite aux éventuelles faillites des entreprises, au ralentissement des investissements, et au ralentissement de l'activité plus globalement.

La reprise d'une plus forte dynamique de croissance va donc être conditionnée par l'amélioration des économies européennes et il y aura très probablement un décalage dans le temps, avant que les effets d'une reprise de la demande ne soient perceptibles dans les économies plus périphériques comme la Roumanie.



Source : Moodys 2019. Indicateur de vulnérabilité : (dette à court terme + amortissements de la dette à long terme + dépôts des non résidents sup 1 an) / réserves

✓ Notre opinion – Les conséquences économiques vont certainement s'accompagner d'enchaînements sociaux importants. Or, la situation politique en Roumanie est également très fragile. L'emprisonnement du chef de parti social-démocrate Dragnea a conduit à la formation d'un nouveau gouvernement (dirigé par le Parti National Libéral). Certes, plus ouvert aux négociations avec l'UE, ce qui devrait faciliter la communication, ce dernier doit néanmoins composer avec des réformes très controversées déjà votées par le précédent gouvernement et éventuellement faire marche arrière sur certaines atteintes à l'État de droit, voire sur certaines mesures économiques qui pourraient après-crise être très impopulaires.

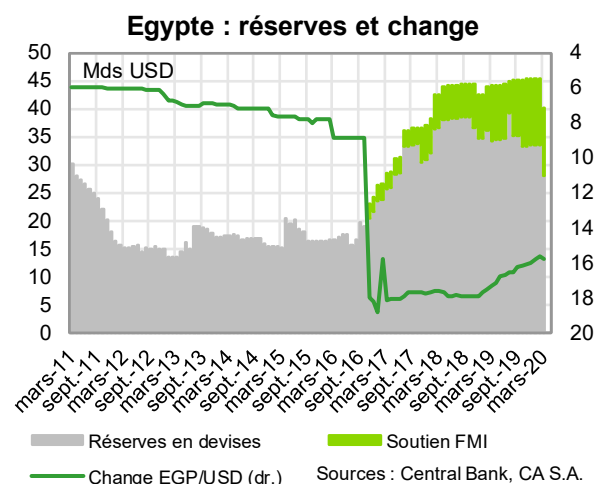
En résumé, la situation est très délicate et il y a beaucoup à faire avec une enveloppe budgétaire plus restreinte. La Roumanie devrait néanmoins bénéficier des aides du FMI et l'UE pour soutenir son système de santé et son tissu économique, notamment les PME, ce qui va atténuer légèrement les conséquences sans pour autant résoudre les problèmes.

Égypte – coronavirus : nouvelle demande d'aide au FMI

Après le Maroc, l'Égypte est le deuxième pays de la région à solliciter l'aide du FMI pour faire face à la crise du coronavirus. L'Égypte a déjà bénéficié du soutien du FMI entre 2016 et 2019 (12 milliards de dollars au total, soit 4% du PIB 2019) et devait entamer sa phase de remboursement cette année. Le retrait des investisseurs étrangers lors du déclenchement de la crise de coronavirus a entraîné une chute des réserves de 5 milliards de dollars en mars dernier, soit 11% du stock, mais 16% lorsqu'on exclut l'aide du FMI. Hors aide du FMI, les réserves s'élèvent à 28 milliards de dollars, c'est désormais très inférieur au niveau de réserves dont le pays disposait avant les Printemps arabes (35 Mds USD). Cette chute des réserves n'a pas entraîné de variation de change, vraisemblablement en raison d'interventions des autorités pour maintenir la parité de la livre au dollar. Le demande d'aide au FMI a été précipitée par l'ampleur des retraits de capitaux sur les marchés boursiers et obligataires, l'échec partiel de levée de dette à court terme en mars et un échéancier de remboursement externe assez lourd cette année. Une dette fort heureusement assez concessionnelle.

Deux types de lignes devraient donc être mises à disposition par le Fonds qui a déjà annoncé sa

volonté de soutenir financièrement Le Caire. La ligne d'urgence RFI spécialement créée pour soutenir le système sanitaire des pays atteints par le coronavirus. Pour la deuxième forme d'aide, les autorités politiques et monétaires ont aussi demandé une ligne classique de *stand-by*, du même type que celle allouée fin 2016. On ignore pour l'instant le montant total de ces deux aides qui pourraient atteindre le niveau de l'aide actuelle (4% du PIB).



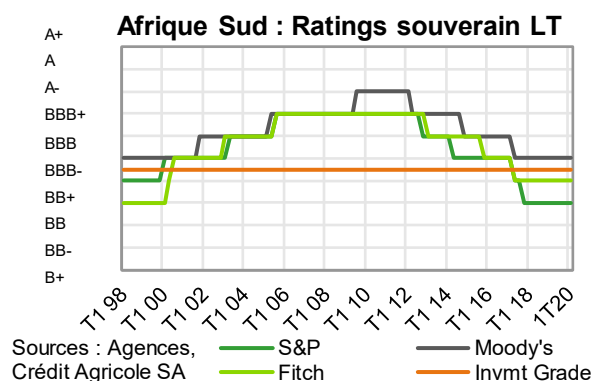
☑ **Notre opinion** – Cette aide va permettre d'atténuer les tensions de liquidité pourrait éventuellement apaiser les tensions à la baisse sur la livre. En revanche, le pays affronte ce choc, alors qu'il est à peine convalescent de la crise de 2011 et du choc monétaire de 2016, et que son surendettement public commençait à peine à se résorber. Les semaines qui viennent seront déterminantes, car si la crise sanitaire est plus profonde qu'actuellement et si elle entraîne le pays en récession (une prévision de croissance du PIB de 2% est toujours envisagée en 2020), alors les difficultés macro-économiques pourraient nécessiter une aide très élevée et un reprofilage des aides bilatérales déjà accordées au pays par les multilatéraux.

👉 Afrique du Sud : le coronavirus accélère la lente détérioration de l'économie

L'Afrique du Sud est en crise économique depuis plus de dix années et les conséquences de la pandémie accélère la détérioration des variables macro-économiques. Bien que le système de santé réponde plutôt correctement à la pandémie et que le nombre de contaminés et de morts reste modeste, les vulnérabilités actuelles du pays sont trop profondes pour servir d'amortisseurs à la crise qui s'amplifie.

D'une croissance très faible depuis cinq ans, le pays va entrer en récession cette année et celle-ci devrait atteindre 6% et approfondir la détérioration des déficits et la hausse de l'endettement. Les mauvaises nouvelles économiques commencent à s'accumuler comme l'illustre les faillites du commerce de détail Edcon ou de la compagnie aérienne South African Airlines et la mise en liquidation de la plus petite compagnie SA Express.

Les agences de *rating* ont réagi en baissant la notation financière du souverain (cf. graphique), ce qui va renchérir le coût de la dette à un moment où celle-ci est en forte hausse, augmentant ainsi la pression sur le budget de l'État.

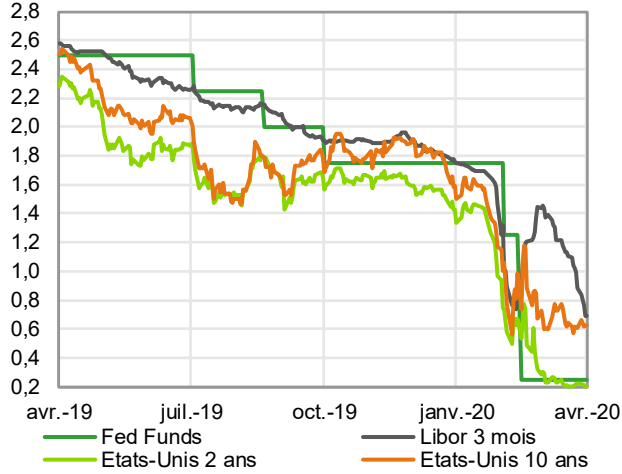


☑ **Notre opinion** – Depuis de très nombreuses années, le pays affiche des performances médiocres à tous les points de vue : croissance médiocre, faiblesse des investissements, entreprises publiques en faillite, déficits jumeaux, fragilité du change, dérapage des dettes externes et publiques qui dépassent désormais les seuils d'alerte. Mais aussi les risques sociaux avec une forte hausse du chômage et des dérapages constatés dans le domaine de la corruption. Le choc que constitue cette crise sanitaire mondiale va fortement accélérer la détérioration de l'économie du pays. La croissante impopularité de l'ANC pourrait faire évoluer le paysage politique, si le gouvernement n'arrive pas à atténuer les conséquences sociales de la pandémie.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

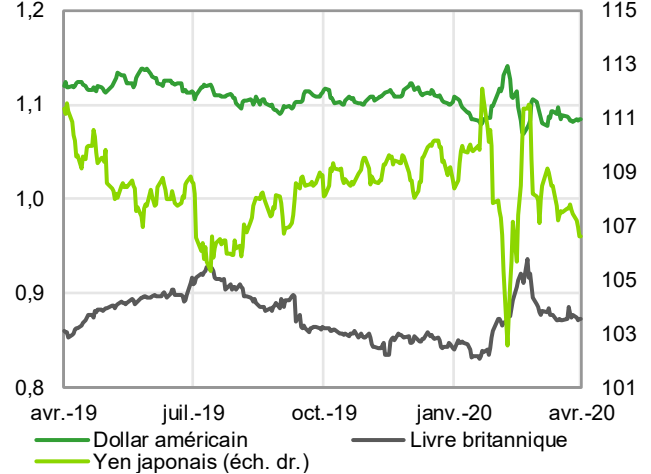
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

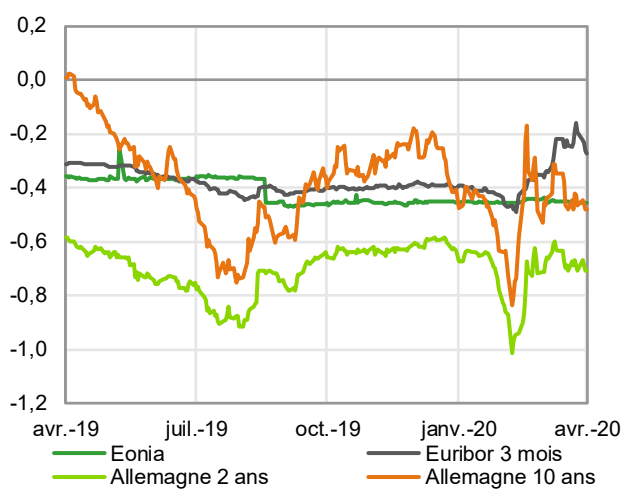
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

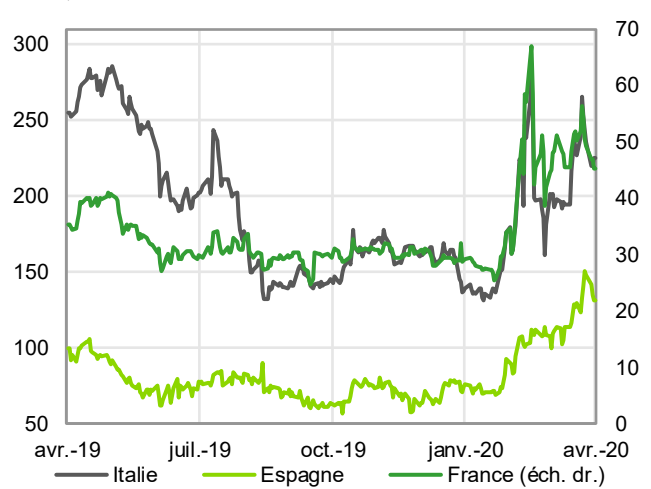
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

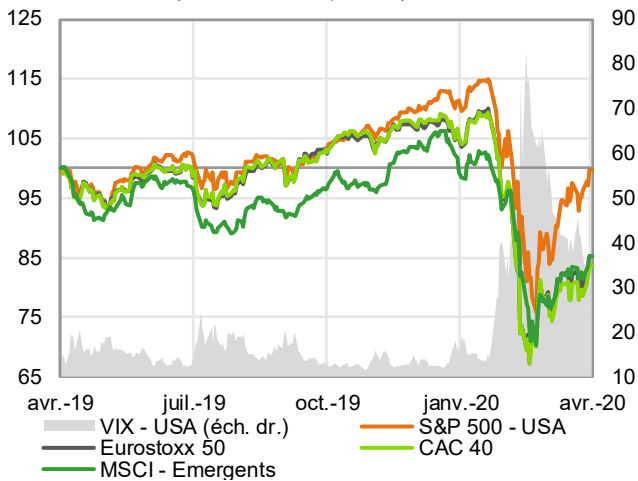
Pdb, dette en EUR à dix ans



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

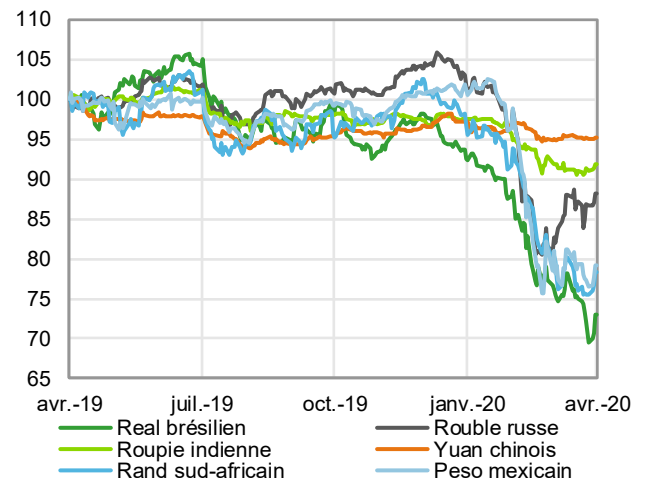
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

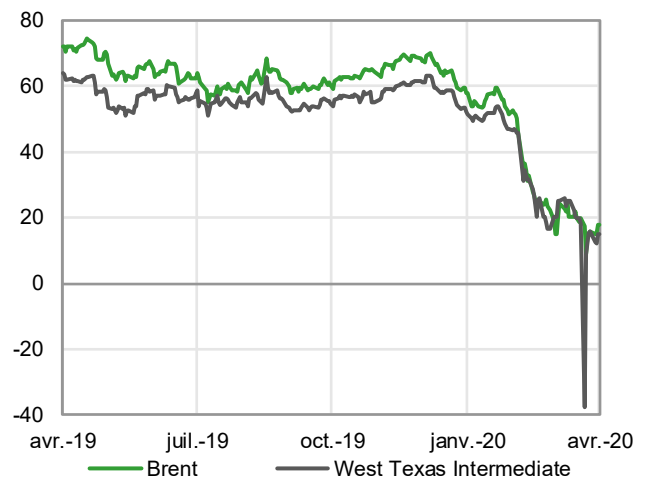
Baltic Dry Index (USD/point)



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

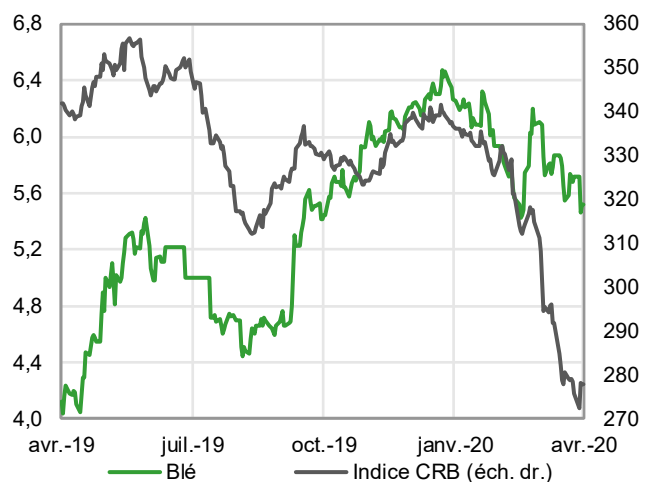
USD/tonne métrique



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
30/04/2020	<u>France – Conjoncture, Flash PIB : la France entre en récession mais le pire reste à venir</u>	France
30/04/2020	<u>Allemagne – Spécial Covid-19</u>	Allemagne
29/04/2020	<u>L'innovation, de la vigne au verre</u>	Agri-agro
28/04/2020	<u>Russie – Le Covid réactive le risque politique</u>	Russie
27/04/2020	<u>Prix négatifs : la fin du pétrole ?</u>	Pétrole
24/04/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
23/04/2020	<u>PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole - Spécial Covid-19 n°4</u>	Agri-agro
22/04/2020	<u>La solidarité européenne est-elle impossible, conditionnée ou inconditionnelle ?</u>	Union européenne
17/04/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
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

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 LÉBOUGRE

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Olivier LE CABELLEC

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.