

# Perspectives

Hebdomadaire – N°20/100 – 7 mai 2020

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Totem et tabou .....	1
☞ Bras de fer entre Karlsruhe et Luxembourg : tous perdants .....	3
☞ France : la production manufacturière s'effondre en mars .....	5
☞ Zone euro : les ventes au détail non alimentaires fortement impactées par le confinement .....	5
☞ Allemagne : quinze jours d'arrêt pèsent déjà lourdement sur la production industrielle ! .....	6
☞ Europe du Sud : piquet des PMI .....	6
☞ L'exception suédoise sera-t-elle payante ? .....	8
☞ Émergents : en mai, on déconfiner ? .....	11
☞ Hong Kong, Taïwan : que nous disent les chiffres du premier trimestre ? .....	12
☞ Amérique latine – Brésil : de la triple à la quadruple peine ? .....	13
☞ Moyen-Orient - Afrique du Nord : le bilan contrasté (et provisoire) de la crise sanitaire .....	15
☞ Moyen-Orient - Afrique du Nord : l'activité à l'arrêt, un redémarrage en questionnement .....	15
☞ Afrique sub-saharienne : la crise sanitaire coronavirus reste encore assez contenue .....	16

### ☞ Totem et tabou

Une semaine sombre marquée par un recul des marchés actions, en particulier en Europe, une baisse de l'euro contre le dollar et du dollar contre les devises asiatiques, de très légères tensions sur les taux souverains sans risques (les taux allemands et américains à dix ans se redressent, respectivement, de 8 et 6 points de base (pb) sur la semaine qu'ils terminent à -0,50% et 0,71%) et un écartement des *spreads* des souverains *non core* de la zone euro : la prime offerte par l'Italie grimpe de 12 pb (à 248 pb), alors que celle de la France continue de naviguer autour de 50 pb.

Les taux sans risque se sont tendus en raison de volumes d'émissions très importants : un mouvement qui pourrait indiquer, non pas un léger regain d'appétit pour le risque (comme c'est habituellement le cas), mais plutôt que l'élargissement des besoins de financement public impose un plancher à la baisse des taux des « souverains refuges », en

dépit d'assouplissements quantitatifs déjà considérables. La capacité d'absorption des Banques centrales n'est pas (encore ...) censée être illimitée.

Les mauvaises nouvelles ont évidemment continué de pleuvoir : elles indiquent une crise très sévère et néanmoins disparate selon les économies, qui emprunteraient en outre des sorties de crise supposées très diversement vigoureuses.

Aux États-Unis, le rapport sur l'emploi d'ADP signale des pertes d'emplois atteignant le niveau record de 20,3 millions, alors que le président de la Fed de Dallas a déclaré s'attendre à une contraction du PIB comprise entre 25 à 30% au deuxième trimestre et à un taux de chômage culminant à 20%, avant de se replier entre 8 et 10% en fin d'année. Par ailleurs, la Commission européenne a livré ses prévisions. Elle anticipe une récession de 7,7% en zone euro en 2020, suivie d'une reprise de 6,3% en 2021. Les chocs seraient d'ampleur diverse (Italie -9,5% en 2020, France -8,2%, Allemagne -6,5%) tout comme le seraient les rebonds prévus pour

2021 (Italie 6,5%, France 7,4%, Allemagne 5,9%). Les perspectives budgétaires révèlent évidemment des disparités grandissantes : en moyenne, le déficit public atteindrait 8,5% du PIB de la zone euro pour une dette de 102,7% du même PIB. En revanche, l'Italie enregistrerait un déficit de 11,1% du PIB (dette à 158,9%), alors que l'Allemagne ferait apparaître un déficit de 7% du PIB (dette à 75,6%).

Or, cette semaine, la Cour constitutionnelle allemande a « interpellé » la BCE, à laquelle elle offre un délai de trois mois afin de justifier du caractère proportionné de ses achats au titre du PSPP. Le PSPP n'est pas apparenté à un financement monétaire des déficits publics tant que les contraintes l'encadrant (33% d'un émetteur et clé de répartition du capital) sont respectées. En revanche, si les règles ne sont pas respectées, la

Bundesbank pourrait ne plus y participer. Si cette « injonction » ne produit pas d'effets concrets en termes de limitation des achats de la BCE (puisque le PSPP est jugé légal par la Cour de Justice de l'Union), cet « avertissement » a néanmoins troublé les marchés et contribué à l'écartement des *spreads* italiens.

Alors que la Commission européenne prévoit une inflation de 0,2% en 2020 et de 1,1% en 2021, on peut s'interroger sur les motivations allemandes. Ce ne peut être la peur de voir dérober le totem (le maintien de l'inflation sous sa cible) en osant briser un tabou (le financement monétaire du déficit). Peut-être un sentiment plus prosaïque qui dépasse largement la rationalité économique : le sentiment d'être floué, alors que d'autres jouiraient d'un bénéfice supposé indu.

## Editorial

### Bras de fer entre Karlsruhe et Luxembourg : tous perdants

#### La décision

La décision de la Cour Constitutionnelle allemande (CCA), qu'elle ait été attendue ou pas, a fait l'effet d'une bombe. Pour la première fois, elle a explicitement refusé de suivre la Cour de Justice de l'Union européenne (CJUE) : le PSPP a dépassé les limites du mandat de politique monétaire de la BCE et devrait donc être qualifié de mesure *ultra-vires*.

Le nœud du problème est moins la compatibilité du PSPP avec l'article 123, qui interdit le financement monétaire des États, que la proportionnalité de l'action de la BCE. La CCA se plaint que la BCE ne pondère pas son objectif déclaré de politique monétaire (taux d'inflation à un niveau inférieur mais proche de 2%) avec les effets de politique économique importants du point de vue de la proportionnalité. Au contraire, la BCE semble ignorer le principe de proportionnalité en ignorant les implications de politique économique du programme.

Le gouvernement fédéral et le Bundestag sont donc constitutionnellement tenus de "travailler à un contrôle de proportionnalité par la BCE" tant que le Conseil des gouverneurs n'explique pas clairement dans une nouvelle décision, dans un délai de trois mois, que les objectifs de politique monétaire poursuivis par le PSPP ne sont pas disproportionnés par rapport aux implications de politique économique et budgétaire", faute de quoi la Bundesbank ne pourra plus participer au programme d'achat de titres.

#### Les implications monétaires

Qu'est-il reproché à la BCE ? Que son évaluation n'ait pas été soutenue par des méthodes fondées sur des preuves méthodologiquement correctes. Or, cette vision ne semble pas corroborée par la visualisation du site Internet de la BCE regorgeant d'analyses et de contributions, qui, combinées, fournissent un matériel de pondération assez complet de l'action de la BCE.

Plusieurs questions se posent. D'abord celle de savoir si un tribunal en particulier, et même un État membre uniquement, peut contrôler efficacement la politique monétaire de la BCE. Les juridictions de la CJUE et de la CCA ont-elles la "capacité analytique" de la BCE en termes de personnel et d'expertise ? La CCA a-t-elle une idée d'une politique monétaire alternative conforme à la Constitution et est-elle prête à assumer la responsabilité des conséquences imprévisibles de cette politique alternative ? La détermination et l'évaluation juridiques de ces caractéristiques de proportionnalité par les tribunaux ne se font-elles pas au risque qu'ils mènent leur propre processus d'équilibrage ?

Deuxièmement, la précondition imposée à la BCE (sommée de fournir des résultats clairement mesurables) pour justifier son indépendance est inquiétant. L'indépendance des Banques centrales ne les libère pas du respect des limites légales pouvant être contrôlées par les tribunaux (européens). Néanmoins, l'hypothèse d'un contrôle judiciaire particulièrement strict, tel que celui opéré par la CCA dans le présent arrêt, semble excessif et non justifié. L'indépendance fonctionnelle de la Banque centrale dans le contexte de la politique monétaire est due au fait que les décisions de politique monétaire nécessitent un haut degré d'expertise économique spécifique, qui est incorporé dans les décisions d'arbitrage et de proportionnalité entre les différents intérêts. La complexité des évaluations à effectuer et la dépendance à l'égard des jugements de probabilité *ex-ante* rendent l'évaluation ultérieure plus difficile. Toute réévaluation *ex-post* risque donc de réduire la légitimité démocratique.

La BCE a pris note de l'arrêt, mais s'est référée froidement à la décision de la CJUE. Le "conflit d'obéissance" se situe ainsi en plein milieu du système européen de banques centrales (dont les composantes sont soumises aux statuts du SEBC/BCE) et (également) soumises à la juridiction de la CJUE (art. 271 lit. TFUE) et concerne principalement la Bundesbank allemande.

La Cour montre cependant une issue constructive à la situation délicate qu'elle a créée : la BCE peut publier sa propre analyse de proportionnalité, mais elle doit être convaincante. Est-on cependant sûr que la bonne volonté dont la BCE fait preuve sera jugée satisfaisante pour invalider les objections fondamentales de la Cour ?

#### Les implications juridiques

Le bras de fer ne semble donc pas tellement engagé avec la BCE mais plutôt avec la CJUE. Six principes et demi sur dix de sa décision ne traitent pas du programme d'achat d'obligations PSPP en cause, mais des chevilles dans la relation entre Karlsruhe et le Luxembourg.

La CCA a ouvertement, pour la première fois, enfreint la règle d'obéissance à la CJUE en lui signifiant qu'elle avait dépassé le cadre de compétence de l'UE et rendu un jugement manifestement erroné et incompréhensible.

Pour la première fois de son histoire, la CCA a qualifié un arrêt de la CJUE d'incompatible avec la loi fondamentale allemande. Jusqu'à présent, elle s'est toujours abstenue d'activer ses diverses réserves constitutionnelles contre le droit de l'UE, bien que récemment avec une réticence non dissimulée dans l'arrêt OMT. Bien que la CCA ne

soit pas le premier tribunal suprême d'un État membre à refuser l'application dans le système juridique national d'une décision d'une institution de l'UE (le Conseil d'État contre Cohn-Bendit, la Cour suprême danoise à Ajos et la Cour constitutionnelle tchèque à Holubec), cette décision est néanmoins une rupture.

Le bras de fer entre la CCA et la CJUE a commencé avec la décision sur l'OMT en 2014. Dans les décisions ultérieures, cependant, les deux tribunaux ont fait des concessions mutuelles : la CJUE a soigneusement intensifié son contrôle judiciaire de la BCE, la CCA a essentiellement accepté les instruments de contrôle développés par la CJUE. Aujourd'hui, la CCA affirme non seulement que ces concessions sont insuffisantes, mais se plaint du fait que la CJUE reprenne essentiellement les explications de la BCE sans vérification de leur objectivité. Et, ce faisant, elle dévoile sa profonde méfiance à l'égard de la CJUE dans son rôle de gardienne du droit de l'UE. Ce manquement de la part de la CJUE justifierait, selon la CCA, la baisse du niveau démocratique de légitimité de l'autorité publique exercée par l'Union européenne.

Mais finalement, la CJUE n'a-t-elle pas agi dans le cadre des traités européens, qui justifient également l'indépendance de la BCE et la primauté de la stabilité des prix ? Cette action de la BCE, qui se doit d'être indépendante en tant qu'organe de l'UE, avait pourtant bien été approuvée par la CCA dans son arrêt sur l'Union bancaire.

Ne serait-ce finalement pas la CCA qui atteint la limite de ses compétences en substituant son interprétation à celle de la CJUE en termes de droit de l'Union et, ici, en ce qui concerne la structuration du principe de proportionnalité ? N'est-elle pas en train d'imposer les valeurs constitutionnelles allemandes à l'UE ? N'est-elle pas en train de miner l'autorité de la CJUE et l'uniformité du droit européen ? Cette action a pourtant une base légale dans la théorie du pluralisme constitutionnel, celui de vingt-sept ordres nationaux et d'un ordre supra-national fonctionnel de l'UE. Mais, ce pluralisme se fonde sur le principe de primauté, essentiel à son fonctionnement, qui établit comment sont réglés les

conflits entre les lois nationales et les lois européennes.

### Les implications politiques

Finalement, les décisions de la CCA sur la politique monétaire de la BCE sont façonnées par une perspective spécifiquement allemande. L'indépendance de la BCE, prévue à l'article 130 TFUE et à l'article 88 de la loi fondamentale allemande, a été considérée en Allemagne comme une condition *sine qua non* à la participation à l'Union monétaire. Cela a été spécifiquement souligné dans la décision sur le Traité de Maastricht de la CCA. Dans ce contexte, la décision actuelle ne fait rien de moins que de briser un tabou : elle oblige le gouvernement fédéral et le Bundestag à intervenir dans la politique monétaire – ne serait-ce qu'afin d'œuvrer en faveur d'un contrôle de proportionnalité par la BCE.

Faut-il alors croire qu'une Banque centrale indépendante pour l'Allemagne n'est constitutionnelle que si elle répond à ses propres attentes ? L'éloignement de la BCE de son "origine maastrichtienne", qui se justifie, par le contexte macro-économique fondamentalement différent, n'est plus au goût de la CCA depuis longtemps. La BCE flirte avec la frontière de son mandat depuis que le système institutionnel budgétaire hybride (national et supra-national) n'a pas su délivrer une politique capable d'assurer la viabilité de l'Union monétaire.

Penser résoudre ce problème par une cour constitutionnelle qui compenserait les déficits de légitimité démocratique de l'architecture institutionnelle actuelle de l'UE en contrôlant la BCE est illusoire. En revanche, il est beaucoup plus probable que les deux juridictions concernées, la CJUE et la CCA, devront payer un prix substantiel en termes de légitimité pour ce grave conflit de jurisprudence.

Entre temps, il n'est pas certain que la question de la résolution de l'ambiguïté (soit-elle constructive ou destructive) de la construction européenne puisse être reportée à l'après la crise.

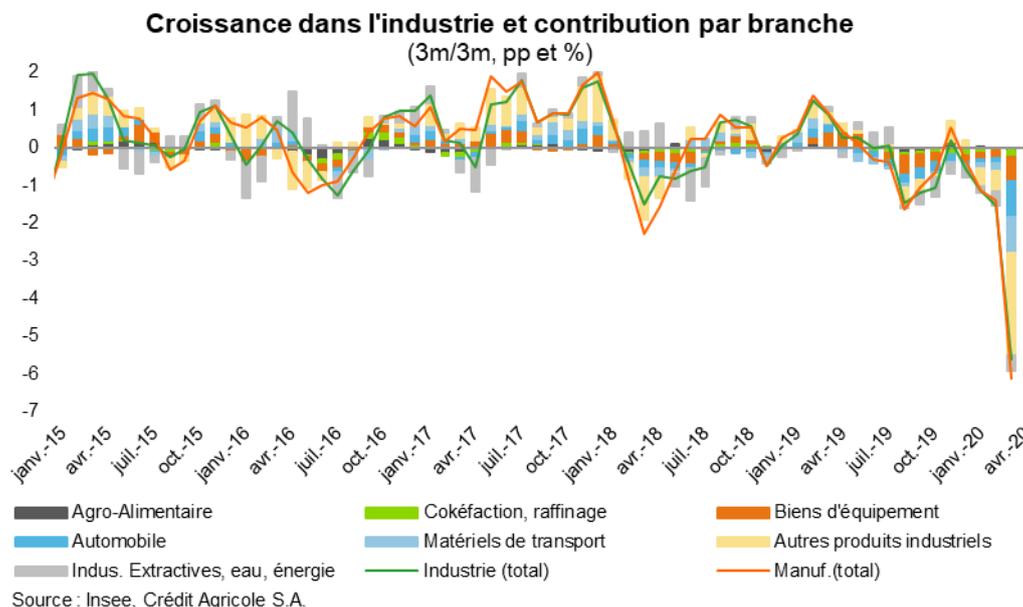
## Zone euro

### France : la production manufacturière s'effondre en mars

Après un regain de dynamisme sur les deux premiers mois de l'année, la production manufacturière chute de 18,2% en mars. Sur le premier trimestre, la baisse est ainsi de 6,1% par rapport au quatrième trimestre 2019. Comme attendu, l'industrie automobile a été particulièrement impactée par les mesures de confinement et recule de 49,7% en mars, suite à la fermeture des usines au début de la période de confinement. Les activités de cokéfaction et raffinage sont également très affectées (-34,3%). L'industrie agro-alimentaire est nettement moins touchée (-3,9% en mars) et la production progresse

nettement dans la pharmacie (+15,9% sur un mois) qui est le seul secteur à afficher une croissance positive en mars.

Si ces chiffres nous donnent une première estimation des effets du confinement sur la production manufacturière, l'Insee nous avertit qu'avec l'incertitude actuelle et un taux de réponse des entreprises légèrement inférieur à la normale, ils sont plus susceptibles d'être révisés dans les mois à venir que d'habitude.



**Notre opinion** – L'ampleur de l'arrêt de l'activité, déjà estimé par l'Insee dans ses points de conjoncture bimensuels, se confirme avec les premières données dures de production dans l'industrie. Suite à deux semaines de confinement, l'activité manufacturière au mois de mars recule de 18,2%, même si elle avait commencé à ralentir sur les premières semaines du mois, ceci indique quand même une baisse plus forte de l'activité, de l'ordre de 35% inférieure à la normale pendant la période de confinement. Ainsi, l'activité industrielle pourrait à nouveau reculer d'environ 18% sur un mois en avril, sous l'hypothèse que l'activité est restée à un niveau similaire à celui des deux semaines du confinement du mois de mars (une hypothèse plausible, l'activité ne semblant repartir que de façon très limitée pour certaines industries au cours du confinement).

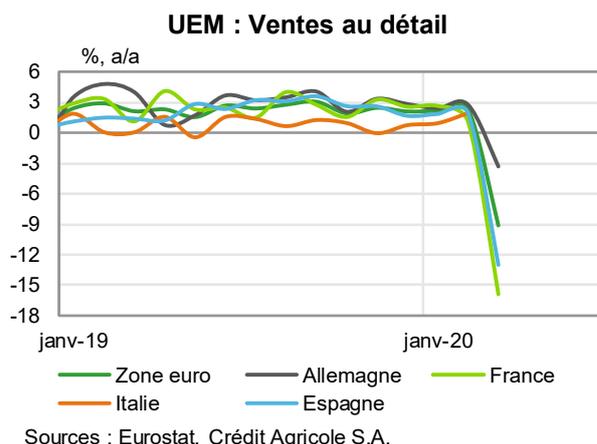
### Zone euro : les ventes au détail non alimentaires fortement impactées par le confinement

Le volume des ventes au détail en zone euro a chuté de 11,2% sur un mois en mars, il s'agit de la plus forte baisse mensuelle jamais observée. Le volume des ventes plonge ainsi au niveau de celui d'octobre 2014, six années plus tôt. La ventilation par pays indique une contraction marquée des ventes en France et en Espagne, avec respectivement une chute de 17,4% et 14,4%, tandis que l'Allemagne comptabilise un moindre recul de 5,6% sur le mois. En glissement annuel, les ventes au détail ont ainsi

reculé de 9% en mars, reflétant les mesures restrictives du confinement liées au Covid-19.

Par typologie de produits, ce sont surtout les produits non alimentaires qui enregistrent la plus forte baisse (-23% sur un mois) ainsi que les carburants (-20,8%), tandis que les ventes de produits alimentaires ont en revanche augmenté de 5%. Au sein des produits non alimentaires, le textile et l'habillement sont les plus lourdement impactés avec des pertes de plus de 38%, l'électro-ménager

et l'ameublement perdent 17%, alors que les produits pharmaceutiques affichent une chute de seulement 0,5%. À l'inverse, les ventes par correspondance et internet progressent de 2,6%. Les ventes de véhicules neufs ont également été catastrophiques en mars en raison de la fermeture des concessionnaires automobiles. Les immatriculations en zone euro ont d'ailleurs reculé de plus de 58% en rythme annuel. Les premières données pour le mois d'avril sont encore plus alarmantes avec une chute des immatriculations en Allemagne de plus de 61% (en glissement annuel), en Italie de plus de 97% et en Espagne de 96%, suggérant, ainsi un secteur en grande difficulté financière au moins jusqu'à la fin de l'année.



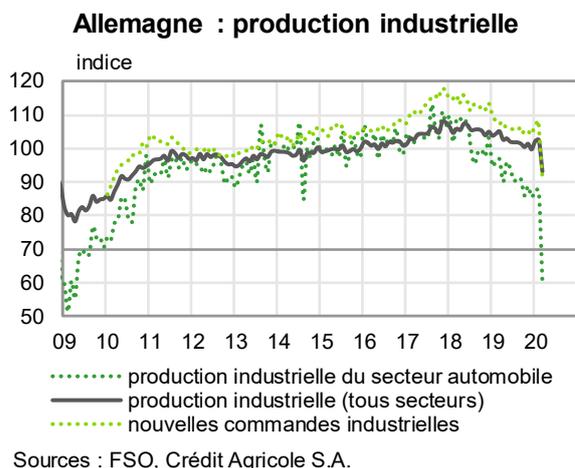
**Notre opinion** – Les ventes au détail pâtissent des mesures de confinement imposées dans la grande majorité des pays de la zone. Les chiffres d'affaires des activités non alimentaires sont par conséquent fortement mis à mal cette année et certains secteurs comme la vente de véhicules à moteur peineront à redresser la barre en raison d'une demande toujours absente.

**Allemagne : quinze jours d'arrêt pèsent déjà lourdement sur la production industrielle !**

La production industrielle allemande a chuté de 9,2% sur un mois en mars (hors énergie et construction, celle-ci baisse de 11,6%). La production en biens d'investissement a reculé de 16,5%, celle en biens intermédiaires de 7,4% et celle en biens de consommation de 7,5%. L'industrie automobile est la plus touchée avec une baisse d'activité de 31,1%, mais l'ensemble des secteurs enregistre une diminution marquée. C'est notamment le cas de l'industrie pharmaceutique et de l'habillement dont les productions reculent respectivement de 11,8% et 11,5%.

de consommation de 1,3%. Parmi les commandes les plus impactées par la baisse de la demande, ce sont les commandes automobiles qui accusent le recul le plus important (-29,4% sur le mois), puis les machines et équipement (-16,6%) et enfin les produits à base de métaux (-10,8%). Les commandes en produits chimiques n'ont baissé que de 2,2%, tandis que celles en produits pharmaceutiques ont en revanche augmenté de 3,8%.

Hors industrie, la production d'énergie a baissé de 6,4%, tandis que celle dans la construction a augmenté de 1,8%. L'acquis de croissance laissé par la production industrielle sur le deuxième trimestre est de -7,9%. Les commandes industrielles allemandes ont chuté de 15,6% sur un mois en mars, reflétant le choc de demande provoqué par la pandémie de Covid-19. Les demandes domestiques ont diminué de 14,8% sur le mois et celles en provenance de l'étranger de 16,1%. Par typologie de biens, ce sont les biens d'investissement qui sont le plus durement touchés avec une baisse de plus de 22% de la demande en mars, tandis que les biens intermédiaires ne chutent que de 7,5% et les biens



**Notre opinion** – Le cœur de l'activité allemande est touché de plein fouet par les arrêts contraints de production au mois de mars. Le secteur automobile, déjà en situation délicate avant la crise sanitaire, ressort comme étant le plus impacté, tandis que les perspectives à moyen terme ne semblent pas réjouissantes pour le secteur. Les mesures de confinement étant effectives sur la totalité du mois d'avril, contrairement à mars (sur quinze jours uniquement), la production industrielle du deuxième trimestre dans son ensemble devrait accuser un recul sans précédent et, par conséquent, annoncer une récession des plus marquée.

**Europe du Sud : piquet des PMI**

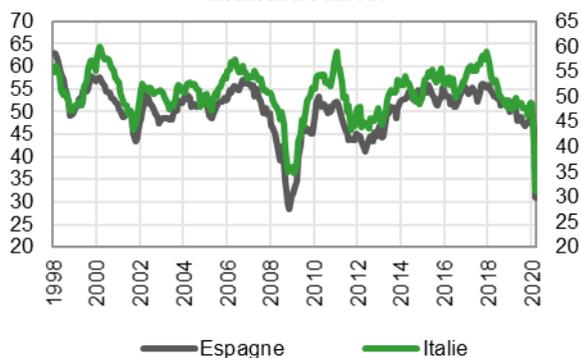
Crise sanitaire sans précédent, crise économique du siècle, choc majeur, ses mots sont sur toutes les lèvres, mais quelle meilleure manière de les incarner que les données ? Celles des PMI sont en un triste exemple, en particulier pour les pays du sud de l'Europe.

Non, ce n'est pas une erreur statistique ou bien un tour joué par notre Excel, mais bien les politiques de confinement renforcées menées en Espagne et en Italie qui ont mis les indices PMI au tapis. Ceux des services ont ainsi enregistré leur plus bas niveau historique, largement en dessous du seuil des 50 avec 10,8 pour l'Italie et 7 pour l'Espagne en avril.

Ce nouveau creux surpasse largement le triste record de mars, de respectivement 17,4 et de 23.

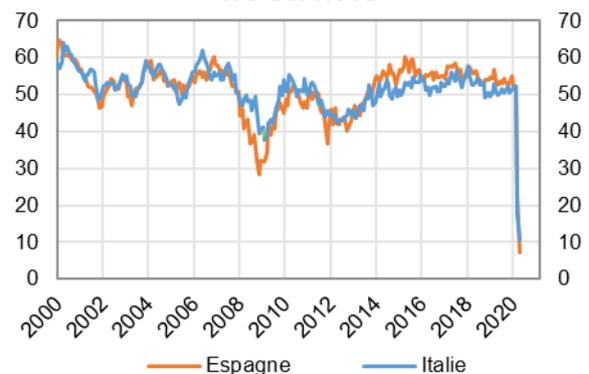
Le manufacturier s'en sort un petit peu mieux grâce à une reprise des secteurs non essentiels au cours du mois avec 31,1 en avril pour l'économie de la botte qui fait suite à un indice de 40,1 en mars. À noter que l'indice PMI manufacturier était sous le seuil de 50 depuis septembre 2018. Le profil est plus différent en Espagne. Le choc intervient après une amélioration de la conjoncture manufacturière en début d'année et un mois de février en expansion. L'indice perd 5 points en mars à 45,7 et 15 points en avril à 30,8.

**Indice des directeurs d'achat manufacturier**



Source : PMI Markit, Crédit Agricole S.A.

**Indice des directeurs d'achat dans les services**



Source : PMI Markit, Crédit Agricole S.A.

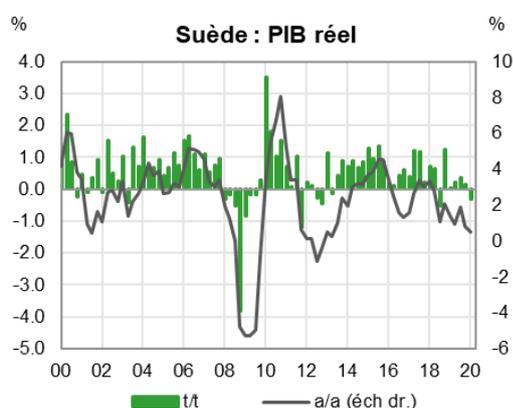
**Notre opinion – Que nous révèlent ces enquêtes sur le profil de ce choc ?**

Premièrement, aussi bien dans les services que dans le manufacturier, la baisse d'activité a été accompagnée par une baisse des nouvelles commandes. Les conséquences dans l'emploi commencent également à se faire ressentir dans un nombre croissant d'entreprises, qui envisagent une baisse de leur effectif. Il reste moins fort en Italie qu'en Espagne. Il est, cependant, plus prononcé dans le secteur des services. Enfin, les perspectives laissent présager un mois de mai dans la même tendance, avec certes une reprise de certaines activités, mais un pessimisme toujours aussi prononcé tous secteurs confondus.

## Royaume-Uni, pays scandinaves

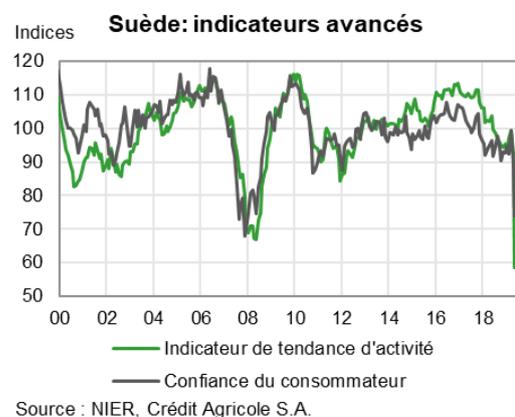
### L'exception suédoise sera-t-elle payante ?

Cette semaine l'estimation préliminaire du PIB suédois publiée par *Statistics Sweden* a fait état d'un repli du PIB moins fort que prévu au premier trimestre : -0,3% en variation trimestrielle (mais en hausse de 0,5% sur un an), contre plus de -1,5% anticipé par la *Riksbank*. Les détails seront publiés vers la fin du mois de mai, mais *Statistics Sweden* note que les exportations ont augmenté au premier trimestre, tandis qu'une baisse de l'investissement et les variations de stocks ont contribué négativement à la croissance. L'institut souligne la nécessité d'interpréter ces informations avec beaucoup de précaution, ce qui suggère, selon nous, que des révisions significatives pourraient être opérées dans les prochaines estimations. Dans un autre communiqué « expérimental » du 24 avril, il avait donné une estimation des ventes par secteur au mois de mars qui ont montré, sans surprise, que les secteurs les plus impactés étaient l'industrie aérienne, les agences de voyage, l'hôtellerie, la restauration et la culture. Parallèlement, les données de la production industrielle pour le mois de mars ont fait état d'un repli de 1,8% de la production du secteur privé sur le mois et de 8,2% sur le trimestre. Cette baisse s'explique surtout par celle du secteur de la construction (-7,6%), tandis que le secteur tertiaire et l'industrie manufacturière ont enregistré des hausses modérées sur le trimestre (0,4% et 0,2% respectivement). Toutefois, sur le mois de mars, le secteur tertiaire s'est replié significativement, de 3,8%.



La contraction de l'activité devrait accélérer significativement au deuxième trimestre avec la mise en place de mesures de distanciation sociale dans de nombreux pays à travers le monde. Les commandes manufacturières ont chuté de 9,6% au mois de mars, selon les estimations préliminaires, tirées à la baisse surtout par les commandes de biens d'équipement (-21% sur le mois). Celle-ci s'explique par une forte contraction des commandes dans l'industrie des véhicules à moteur (-43,2% sur le mois), compensée en partie par un rebond

significatif des commandes d'autres équipements de transport (+40,8%). Selon l'office des statistiques suédoises, les commandes se replient à la fois sur les marchés domestiques (-6,3%) et sur les marchés à l'exportation (-12,2%). Parallèlement, au mois d'avril, les immatriculations de voitures ont chuté de 36,9% par rapport à avril 2019, à cause essentiellement de l'impact de l'épidémie sur la consommation. Reflétant l'impact sur le climat des affaires et sur les perspectives à court terme des mesures pour lutter contre l'épidémie en Suède et à l'étranger, l'indice PMI manufacturier a baissé à 36,7 en avril après 42,6 en mars, atteignant son plus bas niveau depuis 2009. Plusieurs composantes ont touché des points bas records, mais ce sont surtout les commandes à l'exportation qui accusent le plus fort repli : elles se sont littéralement effondrées à 21,7, illustrant la faiblesse de la demande globale. L'indicateur de tendance économique de l'institut national de recherche économique (NIER), qui agrège les réponses des consommateurs et des entreprises, a baissé de 34 points à 58,6 depuis 92,5 en mars, soit 8 points sous le niveau le plus bas de la crise financière de 2008. Tous les secteurs enregistrent des chutes records de la confiance, mais c'est surtout les services qui accusent le plus fort repli (-38 points à 47,8).



Au total, la chute du PIB au deuxième trimestre devrait être proche de 10%, selon les prévisions de la *Riksbank*. Dans ses deux scénarios alternatifs de perspectives économiques, construits en fonction de la durée de la crise sanitaire et des mesures mises en place pour la contenir, d'une part, et de la vigueur de la reprise économique mondiale, d'autre part, la Banque centrale anticipe un repli de 7% et 10% respectivement du PIB en 2020 (suivi par un rebond de 4,6% et 1,7% en 2021) accompagné d'une hausse du taux de chômage à près de 10% et 11% respectivement dans les deux scénarios. Les prévisions du NIER ne sont pas éloignées de celles de la *Riksbank* avec une contraction du PIB de 7% cette année, suivie par un rebond de 4,8% en 2021.

### ☑ Notre opinion – Quelle est la stratégie suédoise face au Covid-19 ?

Le gouvernement suédois a adopté une approche spécifique dans la gestion de la crise sanitaire, suscitant une curiosité sans précédent de la part des médias internationaux. Tandis que le confinement de la population est devenu la norme à travers le monde, y compris dans les pays nordiques voisins, le gouvernement suédois a choisi une stratégie plus souple, sur la base de recommandations et de contrôles, et reposant sur le principe de confiance dans la responsabilité et la discipline des citoyens. Cela a provoqué le scepticisme, voire le rejet de la part de quelques dirigeants politiques, mais aussi les critiques de certains scientifiques suédois, avant que l'Organisation mondiale de la Santé ne reconnaisse, le 29 avril dernier, que la stratégie suédoise pourrait servir de modèle pour d'autres pays.

Dans une interview pour France 24, le 4 mai dernier, la ministre des Affaires étrangères Ann Linde a défendu la stratégie de son gouvernement, expliquant qu'il poursuit les mêmes objectifs que tous les autres gouvernements, notamment celui de ralentir la propagation du virus, d'« aplatir la courbe de l'épidémie » et de protéger les capacités du système de santé, tout en atténuant l'impact sur les entreprises et les emplois. Il s'agit d'une combinaison de recommandations de distanciation sociale (telles que l'encouragement de travailler à domicile lorsque cela est possible), d'une part, et de mesures légalement contraignantes dans certains cas spécifiques, telles que l'interdiction de visites de personnes âgées (mise en place assez tôt dans l'épidémie), d'autre part. Les restaurants, les bars, les clubs de nuit, les cantines des écoles et, de manière générale, tout établissement servant de la nourriture, continuent de fonctionner, mais à condition qu'ils respectent les règles de distanciation sociale (distance d'un bras entre les clients, espacement des tables), sinon ils sont obligés de fermer.

Le gouvernement a par ailleurs rendu possible pour toute personne présentant des symptômes de la maladie de rester chez soi sans obligation de fournir un certificat médical et sans jour de carence pour les indemnités maladie. La ministre souligne qu'il ne s'agit pas d'une stratégie d'immunité collective, même si la Suède pourrait en effet y arriver plus vite que d'autres pays (26% de la population de Stockholm aurait à présent acquis l'immunité, selon l'Agence de santé publique), tout en avouant que l'arrêt de la transmission de la maladie n'est pas un objectif. Le gouvernement se félicite que pour le moment la stratégie est un succès : 20% des lits en réanimation seraient libres. Sa confiance dans la population semble également justifiée : par exemple, le gouvernement a conseillé de ne pas se rendre dans les destinations touristiques les plus populaires à la période de Pâques et il y a eu, selon la ministre, une baisse de la fréquentation de 96% de ces endroits.

En ce qui concerne la circulation des personnes vers et depuis l'étranger, la Suède, pays membre de l'Union européenne (UE), applique la politique de l'UE qui interdit les déplacements vers et depuis les pays non-UE, mais a laissé ouvertes ses frontières avec les autres pays de l'UE. Néanmoins, dans la sphère du tourisme, le gouvernement recommande de ne pas faire de déplacements non nécessaires depuis et vers l'étranger jusqu'au 15 juin.

### **Pourquoi la Suède peut-elle se permettre une stratégie plus souple que les autres pays ?**

Un argument souvent avancé est la démographie spécifique du pays, notamment le fait que la Suède est le pays européen avec la plus grande proportion de ménages composés d'un seul individu. En effet, plus de la moitié des ménages (57,3%, soit le plus haut taux dans l'UE) sont composés d'une personne adulte sans enfant, comparé à 34,3% pour la moyenne de l'UE. Avec moins de personnes par foyer, la propagation du virus devrait a priori être moins importante que dans d'autres pays. Selon les autorités, les contaminations par le virus sont les plus élevées dans les quartiers du nord de Stockholm où vivent plus de personnes à faibles revenus, et probablement dans des appartements plus petits.

Un autre argument en faveur de la stratégie du gouvernement est l'idée que la Suède serait mieux préparée au télétravail que d'autres pays. Selon Eurostat, la Suède est proche de la moyenne européenne en termes de taux de travail au domicile (5,9% des emplois, contre 5,3% dans l'UE), mais la structure de l'emploi s'y prête probablement plus facilement. La Suède se classe deuxième dans le monde (après la Suisse) en termes de proportion d'emplois dans des secteurs fondés sur de hauts niveaux de connaissance, tels que les nouvelles technologies, les services avancés et les industries créatives (10,2%, selon The Brain business job index 2020 de The European Centre for Entrepreneurship and Policy Reform), où le télétravail est naturellement plus facile à mettre en place. Enfin, la digitalisation de la population suédoise est très avancée (92% des Suédois utilisent Internet selon les données de l'ITU) et la qualité du réseau est très bonne, puisque 69% des connexions Internet haut débit se font via la fibre optique, selon l'OCDE.

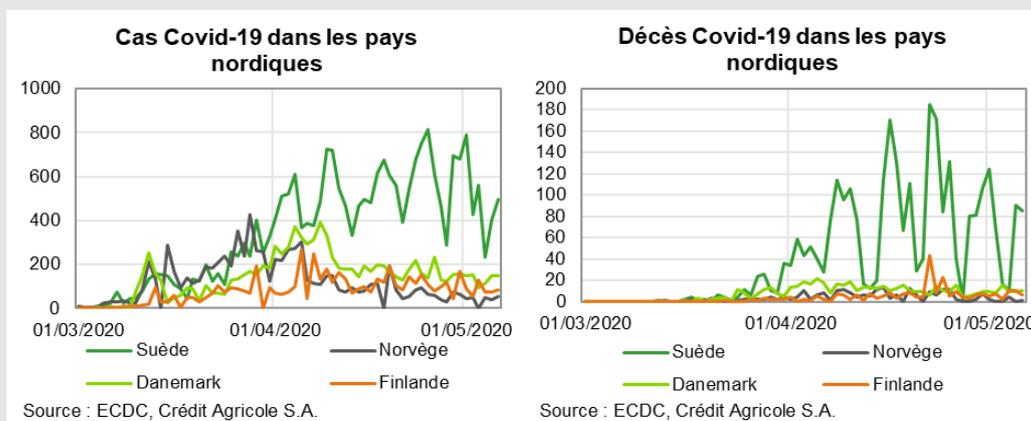
**Quel est le bilan de l'épidémie à ce jour ?**

Par rapport aux pays européens les plus touchés par la pandémie, comme l'Italie, l'Espagne, la France ou le Royaume-Uni, la Suède compte un nombre de cas de Covid-19 et de décès bien moins élevé. En revanche, une comparaison avec ses voisins scandinaves, où les règles de confinement sont beaucoup plus strictes, la place dans une position bien moins flatteuse. En Suède, le pic de l'épidémie semble être arrivé plus tardivement, si on regarde le nombre de nouveaux cas : il se situe autour du 25 avril, contre le 8 avril au Danemark ou le 28 mars en Norvège. Mais c'est surtout comparativement à la taille des populations que le contraste est saisissant :

Pays	Cas Covid-19	Décès	Population (milliers, 2019)	Nbre de décès/100K hab.
Suède	23 216	2 854	10 328	27,6
Norvège	7 903	209	5 368	3,9
Finlande	5 412	246	5 528	4,5
Danemark	9 821	503	5 823	8,6

Source : ECDC, Crédit Agricole S.A., données au 6 mai 2020

la Suède, qui est le plus grand des pays nordiques avec 10,3 millions d'habitants, dénombre 23 216 cas Covid-19 et 2 854 décès depuis le début de la pandémie au 6 mai, ce qui représente un taux de décès de 27,6 pour 100 000 habitants. Avec à peu près deux fois moins d'habitants (près de 5,4 millions), la Norvège compte 209 décès pour 7903 cas, soit un taux de décès de 3,9 pour 100 000 habitants.



**L'exception suédoise sera-t-elle payante en termes économiques ?**

De manière encourageante, le chiffre préliminaire du PIB pour le premier trimestre montre une contraction beaucoup plus contenue que dans les pays de la zone euro. Mais malgré l'absence de confinement strict et en dépit des généreuses mesures de soutien par les autorités (dont un plan d'aide au système de santé et au marché du travail de plus de 100 Mds SEK, soit 2% du PIB), les indicateurs avancés disponibles pour le deuxième trimestre suggèrent que la Suède n'évitera pas une récession significative au premier semestre, ainsi qu'une remontée du taux de chômage. C'est la consommation des ménages qui devrait accuser le plus fort repli, car même s'il n'y a pas de fermeture des activités non-essentiels, le choc sur la confiance et, plus fondamentalement, la hausse du taux de chômage et la baisse des revenus devraient provoquer un repli des dépenses de consommation. Petite économie ouverte (les exportations de biens et services représentent près de 45% du PIB), la Suède sera impactée par la contraction de la demande mondiale, notamment européenne. Facteur positif en revanche, les principaux clients de la Suède sont l'Allemagne et les pays nordiques voisins, qui souffrent moins que les pays du sud de l'Europe de la crise. L'investissement, qui s'était déjà contracté de 1,1% en 2019 en raison de l'incertitude sur la demande future, devrait accentuer sa descente.

**Quels risques à court et moyen termes ?**

Les déséquilibres de long terme de la Suède vont indéniablement s'aggraver en raison de la crise. La tendance à la hausse des inégalités, qui s'était interrompue ces dernières années grâce à l'amélioration des conditions sur le marché du travail, risque de reprendre. L'intégration de la population issue de l'immigration et notamment des réfugiés sur le marché du travail se fera plus difficilement, ce qui a son tour implique des risques pour la stabilité politique, ce qui favorisera sans doute la popularité des Démocrates de Suède (parti d'extrême-droite). Par ailleurs, l'endettement des ménages, le talon d'Achille dans les pays du Nord, et notamment en Suède où il dépasse 160% du revenu disponible (contre près de 94% pour la moyenne en zone euro, selon Eurostat) devrait repartir à la hausse. Une correction significative du marché immobilier suédois, déjà fortement surévalué, est donc à prévoir.

## Pays émergents

### Émergents : en mai, on déconfiner ?

Beaucoup de pays émergents essaient de suivre comme ils peuvent le vent de déconfinement du mois de mai, mais cela se fait globalement dans un état de grande désorganisation : on parle de reprise d'activité progressive du Kazakhstan jusqu'aux pays du Golfe ou à la Turquie, dont le gouvernement a même déclaré que l'épidémie était sous contrôle, ce qui laisse pensif....

Parfois, c'est à peu près en ligne avec les courbes épidémiques, mais d'autres fois non, comme en Russie, par exemple : le président a soutenu la proposition du maire de Moscou d'une reprise progressive de certains secteurs d'activité, alors que l'épidémie bat son plein. Mais il avertit en même temps que le pire de l'épidémie est à venir. Quant à l'Amérique latine, la pandémie y a été plus tardive, elle y est donc plus active. Beaucoup de pays, comme l'Ukraine, prolongent aussi le confinement de la population jusqu'à fin mai, et beaucoup rendent le port du masque obligatoire, comme en Pologne (où les élections présidentielles semblent finalement reportées, mais le débat sur le sujet a fait rage). Partout, les populations expérimentent la distanciation sociale et subissent de nouvelles mesures et outils de traçage.

### Une extrême incertitude sur le commerce

Cette tentative de redémarrage partiel de l'activité va se faire, on le sait, dans un contexte d'extrême incertitude économique. En premier lieu, en ce qui concerne les flux commerciaux : l'OMC prévoit ainsi deux scénarios de baisse des échanges globaux pour 2020, l'un à -13%, l'autre à -32%... L'écart est juste sidérant, il s'agit de deux mondes différents.

Cela donne une idée des chocs que vont subir les pays émergents, car pour beaucoup d'entre eux, le commerce est une donnée fondamentale de leurs équilibres de croissance à court terme, mais aussi de leur modèle de développement à long terme. L'OMC alerte d'ailleurs sur deux autres points : en 2008, les échanges n'étaient pas revenus à leur niveau initial ; et sur les 251 pays qui avaient pris des mesures de restriction aux importations, 88 étaient restés en place après la crise. Aujourd'hui, 80 pays ont déjà pris ce type de mesures.

On nage donc dans l'incertitude et les prévisions vont être souvent fausses, ce qui va renforcer les mouvements de surprise des marchés et la volatilité des anticipations. D'ailleurs, l'OMC justifie en partie l'écart entre ses scénarios en évoquant la confiance, qui sera un facteur clé d'orientation de l'activité. On le voit déjà en Chine ou en Thaïlande avec le risque déflationniste que crée le retard de la demande sur l'offre : dans un tel monde, on hésite à consommer !

### Les monnaies sont attaquées, les réserves de change chutent, les Banques centrales se prennent pour Don Quichotte...

Cette crise de la confiance est d'ailleurs en train de prendre une allure de « crise dans la crise » sur la devise turque : le gouvernement épuise ses réserves à la défendre et la lancinante question du risque de liquidité turc est à nouveau sur la table, menaçant de créer un nouveau choc non seulement pour le pays, mais aussi pour les autres pays émergents fragiles sur leur devise. Le ministre des Finances rejette toute hypothèse de contrôle des changes ou d'aide du FMI, mais le pays demande des lignes de *swap* à la Banque centrale américaine. La situation est très critique.

D'une façon générale, les moyens de défense des Banques centrales des pays dont les devises sont attaquées sont malheureusement limités, car les taux doivent être baissés pour soutenir l'activité. Beaucoup d'entre elles sont encore en train d'intervenir sur les marchés, mais les réserves de change, partout, baissent très vite. Mais dans un tel contexte, cette stratégie d'intervention est dangereuse car la confiance est, en fait, impossible à rétablir : cela risque d'épuiser les réserves en vain.

Les risques de liquidité vont donc bientôt se profiler pour tous les acteurs ou États trop endettés en devises et à court terme. Quant aux prévisions d'inflation, elles vont également être difficiles, puisque d'une part, la baisse de la demande globale peut créer un scénario de déflation, mais d'autre part, la chute des devises va créer de l'inflation importée... Équation insoluble à venir pour les Banques centrales que personne, cependant, n'applaudira sans doute jamais aux fenêtres !

Cependant, l'incertitude ira dans les deux sens : on se trompera à la baisse comme à la hausse, n'excluons pas des surprises positives. Ainsi, les chiffres du commerce chinois ont surpris cette semaine avec une hausse des exportations pour avril de 3,5% en rythme annuel, alors que le consensus s'attendait à quelque chose de l'ordre de -10%. Quant à la baisse des importations, elle est supérieure aux attentes, ce qui apportera au final un soutien inattendu au PIB chinois du deuxième trimestre par la contribution externe. Difficile de croire, cependant, que la Chine s'installe dans un scénario durable de reprise des exportations. Attendons les prochains mois.

Incertain sur les matières premières. Or là encore, beaucoup de pays émergents en sont très dépendants pour l'équilibre de leurs comptes externes. La légère remontée des prix du pétrole a ainsi été perturbée cette semaine par des incertitudes à propos des stocks américains. On

attend donc le mois de mai pour avoir en même temps les effets d'une petite reprise d'activité, mais aussi ceux de l'accord OPEP+ de baisse de production. En revanche, le prix de l'uranium grimpe fortement, soutenu par un équilibre offre/demande inverse à celui du pétrole : l'offre est en baisse car l'activité dans les principales mines canadiennes et kazakhes tourne au ralenti, mais la demande reste à

peu près égale. De plus, un rapport américain évoque l'augmentation nécessaire des réserves stratégiques d'uranium à la fois pour le secteur militaire et pour le nucléaire civil.

Et là, il y a enfin un point de certitude, c'est l'un des seuls du scénario : la tension sino-américaine ne va pas faiblir.

 **Hong Kong, Taïwan : que nous disent les chiffres du premier trimestre ?**

Les chiffres du PIB du premier trimestre commencent à être publiés dans la zone Asie. Après la Chine et la Corée du Sud, Hong Kong et Taïwan ont à leur tour communiqué leurs résultats, reflets des hétérogénéités croissantes des économies de la zone.

**Taïwan : résister à la récession**

D'un côté, Taïwan se trouve dans une situation proche de celle de la Corée : ralentissement de la croissance en rythme annuel (1,5% au premier trimestre 2020, contre 3,3% au quatrième trimestre 2019) en raison notamment de la baisse de la demande privée (-1% en glissement annuel) résultant de comportements spontanés de distanciation – aucun confinement n'ayant été imposé sur l'île. Toutes les autres composantes progressent : la consommation publique (+3,7% en glissement annuel), soutenue par une hausse des dépenses de santé et les premiers décaissements du plan de relance qui s'élèvera sur l'année à 5,4% du PIB.

L'investissement ralentit (+3,3% en glissement annuel, contre +10,5% au quatrième trimestre 2019) mais se maintient, ce qui se reflète dans les importations en biens de capital. L'investissement public pourrait temporairement se substituer au privé, mais les autorités taïwanaises poursuivent une campagne très active pour attirer de nouveaux investisseurs, et pourraient profiter de certains mouvements de relocalisation provoqués par la guerre commerciale États-Unis/Chine.

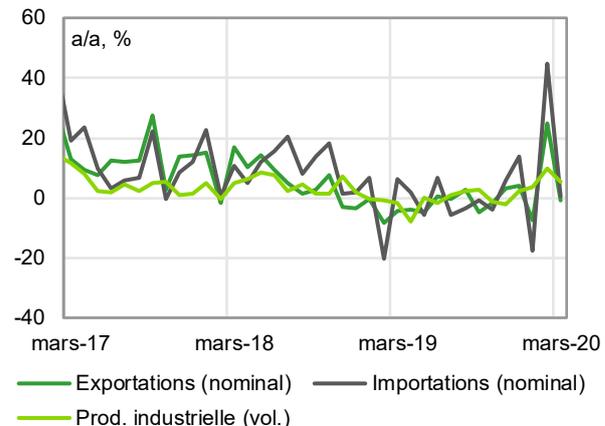
Enfin, la contribution du commerce extérieur demeure aussi positive, en raison du ralentissement des importations (-4,9% en glissement annuel) facilitées par la baisse des prix du pétrole. Les exportations ressortent aussi en légère baisse sur le trimestre (-2,9% en glissement annuel), la forte hausse des produits électroniques (+20%) compensant en partie la chute des dépenses touristiques et des exportations de biens non-électroniques.

Qu'attendre du reste de l'année dans ce contexte ? Le FMI, pessimiste, prévoit une récession nette de -4% en 2020, en raison notamment de la chute du commerce extérieur. Or, ce dernier se maintient pour l'instant. La consommation (50% du PIB pour le secteur privé, 14% pour le secteur public) pourrait aussi reprendre des couleurs grâce au plan de relance et à l'atténuation des mesures de distanciation. Il est cependant probable que le secteur du tourisme reste plus durablement affecté.

À l'image de la Corée du Sud, Taïwan paraît cependant mieux armé que la plupart de ses voisins : la crise sanitaire y a été rapidement gérée, sans trop pénaliser l'activité, et les mesures de soutien semblent à la hauteur des dommages subis, notamment par les entreprises exportatrices. Mais la dépendance vis-à-vis de l'extérieur coûte cher, et parmi les principaux clients de l'île figurent des économies très touchées par le virus : les États-Unis (2<sup>e</sup> client, 14% des exportations), Hong Kong (3<sup>e</sup>, 12%), le Japon (4<sup>e</sup>, 7%) et Singapour (5<sup>e</sup>, 6%). Seule la Chine (1<sup>ère</sup>, 28%) est pour le moment en phase de redémarrage.

À Taïwan de se réinventer en stimulant son marché intérieur (24 millions d'habitants), en attendant le retour des beaux jours mondialisés.

**Taïwan : commerce extérieur**



Sources : MoF, MoEA, Douanes chinoises

*NB : le fort rebond de février correspond à un report statistique, les données des échanges avec la Chine continentale n'ayant pas été prises en compte en janvier, mais en cumulé avec celles de février.*

**Hong Kong s'enfonce dans la crise**

Les trimestres se suivent et se ressemblent pour Hong Kong, officiellement entré en récession avec la publication des chiffres du premier trimestre 2020. Mais la pente s'est intensifiée : -2,9% aux troisième trimestre et quatrième trimestres 2019, -8,9% au premier trimestre 2020, une baisse historique, qui dépasse le point bas de la crise de 2009 (-7,8% au premier trimestre). La crise du Covid-19 vient, en effet, s'ajouter à plusieurs mois de manifestations qui avaient déjà impacté le secteur du tourisme.

Or, ce dernier représente 4,5% du PIB et un tiers des ventes au détail. Avec moins de 200 000 entrées par

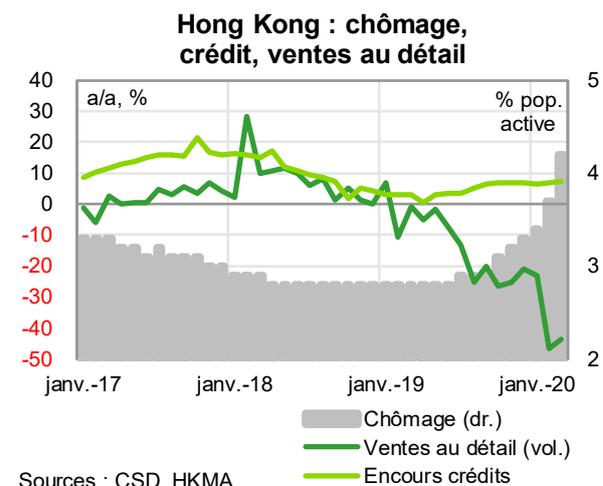
mois au lieu des 3,2 millions habituels, c'est peu de dire que le secteur traverse une crise sans précédent. En ajoutant l'épidémie et les mesures sanitaires de fermeture provisoire des centres commerciaux et des restaurants notamment, c'est l'économie entière qui a plongé : baisse des ventes au détail de 20% en janvier, de 47% en février, de 44% en mars, des chiffres vertigineux qui rendent compte de la paralysie de l'activité.

Certes, les autorités ont réagi avec vigueur en annonçant un plan de relance historique, de plus de 10% du PIB, comprenant notamment un chèque de 10 000 dollars de Hong Kong pour tous les résidents majeurs, et des compensations de salaire pendant six mois, pour les travailleurs dont l'activité est touchée par le virus. Le chômage commence cependant à augmenter légèrement (il est passé de moins de 3% en septembre à 4,2% en mars), un signe de mauvaise augure dans cette économie habituée au plein-emploi. Seuls les encours de crédit se maintiennent, ce qui n'est pas forcément une bonne nouvelle si les revenus des ménages se mettent à baisser sensiblement.

À la différence de Taïwan, qui présente un profil plus équilibré, Hong Kong pourra très difficilement se passer du commerce extérieur, le cumul de ses exportations et de ses importations représentant plus de 350% du PIB, contre un peu moins de 120% pour Taïwan. Un déséquilibre d'autant plus grand que le marché intérieur y est plus petit : Hong Kong compte moins de 8 millions d'habitants. Bien sûr, le

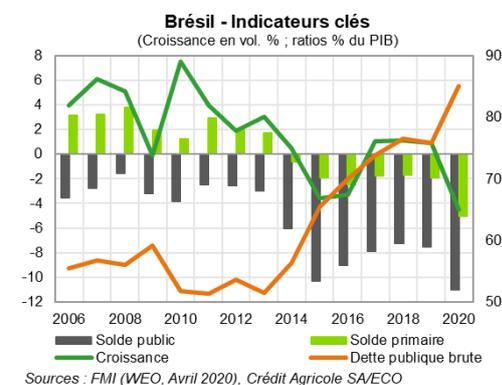
territoire dispose encore de larges réserves, accumulées grâce à des années d'excédents courants et de bonne gestion budgétaire, mais la crise met à mal la structure même d'Hong Kong, qui paraît plus vulnérable et dépendante que jamais à l'ombre de son grand voisin.

En 2008, il n'avait fallu que quatre trimestres avant le retour de la croissance, dans un scénario de courbe en V qui semble aujourd'hui bien illusoire. Cette fois-ci, la partie s'annonce plus compliquée pour Hong Kong. Avec en embuscade un risque politique latent, qui fait sa force et sa faiblesse, car les intérêts financiers sont si puissants que personne n'a intérêt à quitter le jeu.



**Amérique latine – Brésil : de la triple à la quadruple peine ?**

Selon l'enquête hebdomadaire de la Banque centrale, la prévision (médiane) de croissance pour 2020 a encore diminué : une contraction du PIB de près 3,8% est désormais attendue ; elle serait suivie d'un rebond estimé à 3,2% en 2021. Les anticipations d'inflation se replient : les taux d'inflation anticipés pour 2020 et 2021 (fin d'année) s'établissent, respectivement, juste sous 2% et à 3,3%. Le consensus situe le taux Selic à 2,75% fin 2020 (3,75% fin 2021) et table sur un cours de change du dollar à 5 reals fin 2020 (4,75 fin 2021).



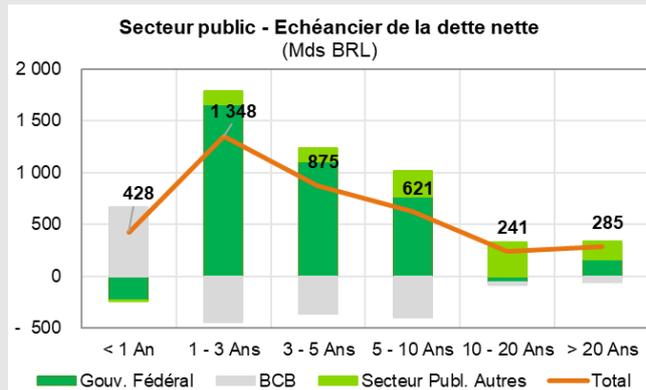
Dette nette (% du PIB)	Interne	Externe	Totale
<b>Flux cumulés sur 12 mois au 30/3/2020</b>	<b>65,3</b>	<b>-13,7</b>	<b>51,6</b>
Gouvernement Fédéral (dont INSS)	38,5	7,8	46,3
Banque Centrale*	15,5	-24,0	-8,5
États	9,8	2,1	11,9
Municipalités	0,9	0,2	1,1
Entreprises publiques (hors Petrobras et CFE)	0,6	0,2	0,8

\* La dette interne nette de la BCB correspond à la somme de : la base monétaire, des opérations de repo, des crédits au institutions financières, du solde créditeur avec le gouvernement fédéral (opérations de trésorerie). La dette externe nette (négative) de la BCB correspond aux réserves de change (actif en devises)  
Sources : BCB, Crédit Agricole SA/ECO

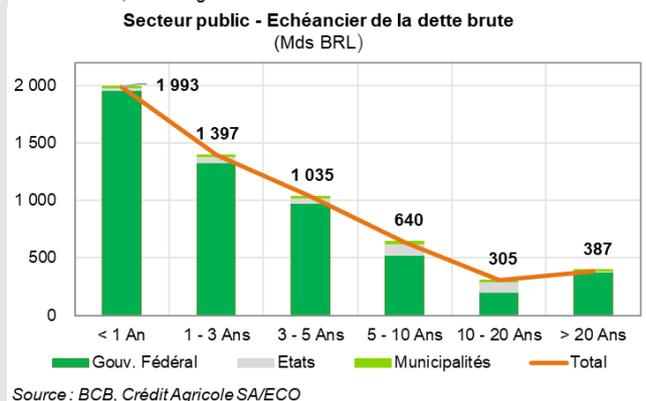
**Notre opinion** – En raison du choc inédit et violent que constitue le Covid-19, le Brésil était déjà victime d'une triple peine : la baisse des termes de l'échange (chute du prix des matières premières qui représentent près de 50% de ses exportations), la récession (choc lié à la pandémie elle-même), l'aversion au risque des marchés financiers (depuis janvier 2020, appréciation du dollar de 42% à 5,7 reals, chute de la bourse de 33% et écartement des spreads de crédit sur la dette extérieure de 210 points de base à 430 pb). Or, l'enquête de la BCB continue de livrer des prévisions progressivement plus déprimantes, mais toujours plus favorables que celles fournies par le FMI (qui prévoit une récession de 5,3% en 2020 suivie d'une reprise de près de 3%).

L'ampleur de la chute de la demande interne devrait permettre d'atténuer le choc sur le déficit courant qui se contracterait en 2020 par rapport à 2019 (respectivement, -2,7% et -1,5% du PIB). En revanche, une détérioration substantielle des finances publiques se profile : elle mérite quelques explications préalables (non exhaustives, mais qui aident à ne pas se perdre dans le maquis des comptes publics).

Le Brésil amorce la récession avec un stock de dette élevé : la dette nette totale du secteur public non financier<sup>1</sup>, largement portée par le gouvernement fédéral, avoisine 52% du PIB<sup>2</sup>, alors que le besoin de financement (cumulé sur douze mois, hors remboursement principal) atteint 6,2% du PIB (dont près de 5,4% au titre des seuls intérêts). La dette externe nette totale est négative grâce, d'une part, aux réserves de change de la BCB (24% du PIB) et, d'autre part, à la faiblesse de l'endettement externe du gouvernement fédéral lui-même (5% de dette domestique détenue par des non-résidents et 2,8% de « pure dette » externe en devises). Quant à la dette publique brute (1 107 milliards de dollars), elle représente 78,4% du PIB. La différence entre les dettes en termes nets et bruts tient essentiellement aux actifs détenus par le gouvernement fédéral (28% du PIB) qui se composent d'actifs liquides (17,7% du PIB composés à 95% de liquidités auprès de la BCB), mais aussi de créances sur les institutions financières (essentiellement BNDES) pour 3,1% du PIB, d'investissements dans des fonds et d'une créance sur le FAT<sup>3</sup> (respectivement, 3,1% et 4,1% du PIB). Compte tenu de la nature des actifs, seuls les plus liquides d'entre eux (le solde créditeur auprès de la BCB) doivent être pris en



Source : BCB, Crédit Agricole SA/ECO



Source : BCB, Crédit Agricole SA/ECO

considération. Si l'échéancier de paiements afférant à la dette nette n'est en rien affolant, celui sur la dette brute fait apparaître un besoin de financement considérable. Or, le FMI estime que le déficit total pourrait avoisiner 9,3% du PIB en 2020 portant la dette publique brute (hors Petrobras et CFE mais en incluant la dette fédérale détenue par la BCB) à près de 98% du PIB. Le besoin de financement attendrait ainsi en 2020, 18,5% du PIB (9,2% et 9,3% au titre, respectivement, des échéances en principal et du déficit).

Le problème n'est pas tant celui de la solvabilité externe que celui du « vampirisme » opéré par le secteur public au détriment du secteur privé. L'effet d'éviction, maintes fois évoqué, sera évidemment dramatiquement renforcé par la crise. Or, les moyens à la disposition du gouvernement pour tenter d'y remédier et stabiliser la trajectoire de sa dette sont limités. Compte tenu de la faiblesse de l'inflation (3,3% sur douze mois en avril), la BCB vient de baisser son principal taux de refinancement (Selic à 3%). En supposant que la BCB ne se laisse pas distraire de son objectif de lutte contre l'inflation actuellement fixé à (4% +/- 1,5 point de %), il faudra faire apparaître des excédents primaires alors que le taux d'intérêt réel risque d'excéder la croissance en volume.

<sup>1</sup> Le secteur public recouvre le gouvernement central (gouvernement fédéral dont sécurité sociale, Banque centrale), les gouvernements régionaux (Etats et municipalités), les entreprises détenues par l'Etat (hors Petrobras et CFE).

<sup>2</sup> Source : Banque centrale, situation des comptes publics à fin mars 2020 ; les chiffres en dollar sont calculés avec un cours de change de 5,2 BRL pour 1 USD.

<sup>3</sup> Fundo de Amparo ao Trabalhador (fonds de soutien aux travailleurs, équivalent de l'assurance-chômage)

Par ailleurs, les projets de réformes dont ceux relatifs aux privatisations sont au mieux en sommeil, mais plus probablement à l'arrêt (prolongé). L'objectif de cession d'actifs publics pour 2020 (150 milliards de reais intégrés dans le projet de budget) est abandonné : les marchés ne s'y prêtent évidemment pas et l'urgence est accordée à la gestion de la crise. Enfin, celle-ci se double désormais d'une crise politique consécutive à la démission du ministre de la Justice, le très populaire Sergio Moro, renouvelant son engagement à lutter contre la corruption et manifestant ses inquiétudes quant à l'indépendance des forces de police après le limogeage du chef de la police fédérale par le président. Et la triple peine de devenir ainsi quadruple.

**Moyen-Orient - Afrique du Nord : le bilan contrasté (et provisoire) de la crise sanitaire**

Un mois et demi après son déclenchement dans la région, un premier bilan de la crise sanitaire du coronavirus, certes provisoire et sujet à de nombreuses révisions ultérieures, permet néanmoins d'être tiré. Le principe de comparaison du nombre de cas constatés et des taux de létalité entre pays est intéressant, sur la base d'une date de premier cas. Évidemment, ces classements ne proposent qu'une vision du risque à moment donné (le 5 mai dernier) et intègrent une marge d'erreur élevée, liée à la fois à l'évolution sanitaire ultérieure, mais aussi à la fiabilité statistique (en fonction de ce que les pays déclarent ou testent).

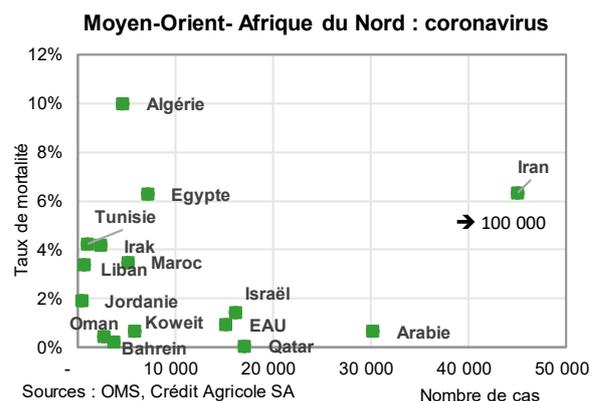
Le premier enseignement est que la crise sanitaire touche tous les pays et plus gravement l'Iran, le premier pays touché dès le mois de février, avec actuellement plus 100 000 cas déclarés. Les pays d'Afrique du Nord, l'Irak et l'Iran ont des taux de létalité assez proches de ceux constatés en Europe, l'Algérie étant le pays qui a le taux de létalité le plus élevé, équivalent aux taux français ou italien. Il est suivi, mais dans une moindre mesure, par l'Égypte.

Pour l'instant, les pays du Golfe ont réussi à maintenir un taux de létalité et un nombre de cas assez bas. Ils disposent de services de santé de niveau développé et très réactifs.

Les autorités ont dans un premier temps réagi de façon très rigoureuse, en adoptant des mesures de

confinement totales, allant jusqu'au couvre-feu et en interdisant les rassemblements lors d'événements religieux comme le ramadan.

Bien que le nombre de cas continue d'augmenter dans tous les pays sans avoir encore atteint le pic, un certain nombre de pays ont commencé à adopter des mesures progressives de déconfinement, parfois sélectives en fonction des régions ou des villes les plus atteintes, et ce afin d'éviter un impact trop dommageable sur les entreprises et l'activité en général. Le risque d'une deuxième vague de contamination semble plus élevé dans les pays du Maghreb, plus pauvres et notamment en Algérie.

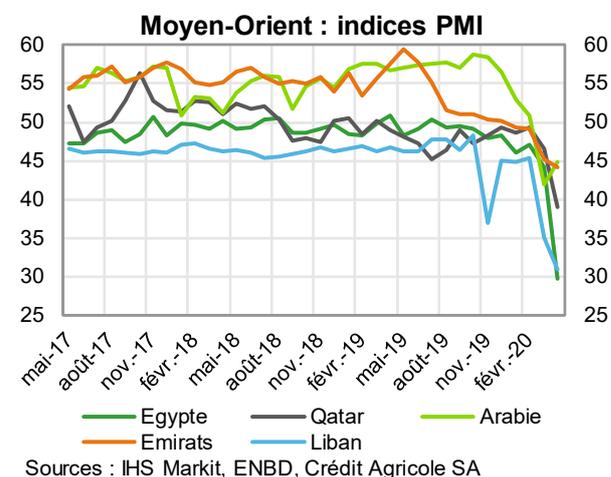


**Moyen-Orient - Afrique du Nord : l'activité à l'arrêt, un redémarrage en questionnement**

Les indices d'activité et de confiance des entreprises privées non pétrolières sont peu à peu publiés sur les rares pays de la région où ces enquêtes mensuelles sont disponibles, c'est-à-dire cinq pays du Moyen-Orient (Arabie saoudite, Égypte, Émirats, Liban et Qatar). Ils atteignent tous à fin avril leur plus bas historique et illustrent la forte chute de l'activité à venir aux premier et deuxième trimestres 2020. L'ensemble des activités de services (tourisme, transport, commerce de détail) est pratiquement à l'arrêt.

En ce qui concerne les activités industrielles, elles subissent également la fermeture des usines. Concernant la production pétrolière, les volumes se maintiennent au premier trimestre car les accords de réduction décidés le mois dernier vont entrer en vigueur en mai. Les plus ou moins fortes récessions aux premier et au deuxième trimestres donneront

une indication plus précise de l'ampleur des récessions annuelles qui sont désormais anticipées.

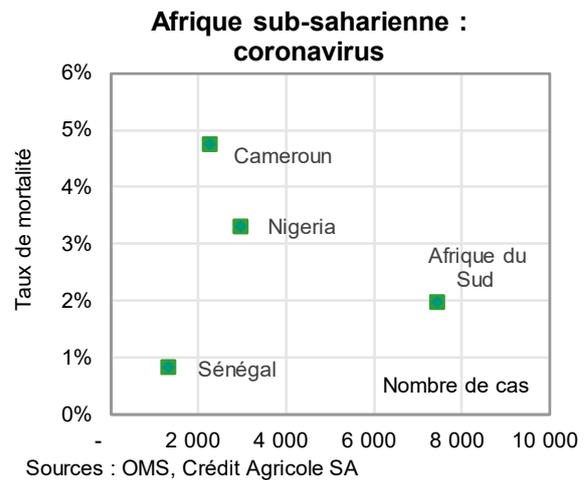


Pour les pays du Golfe, de nombreuses inconnues restent en suspens et notamment le rapatriement ou non dans leur pays d'origine des centaines de milliers de travailleurs immigrés d'Asie ou d'Égypte. Une forte réduction de cette immigration pourrait avoir des effets à plus long terme sur l'activité de certains secteurs (le BTP par exemple) et donc sur la croissance potentielle.

Mais la principale incertitude reste bien évidemment la date du redémarrage et l'ampleur du rebond, ce qui permettra notamment de savoir si une courbe en V ou en U se dessine comme cela semble se réaliser en Asie.

 **Afrique sub-saharienne : la crise sanitaire coronavirus reste encore assez contenue**

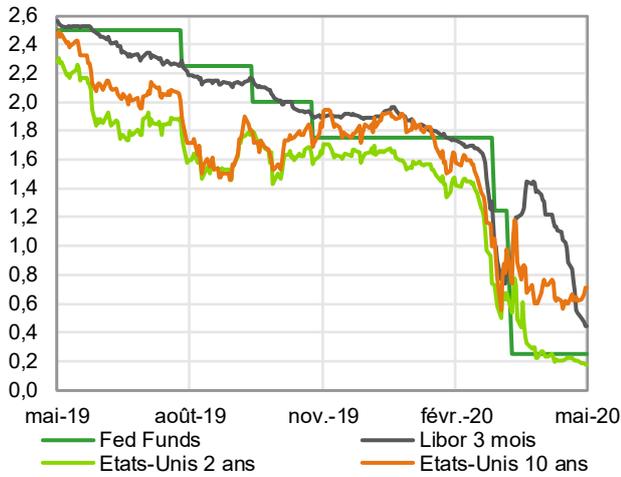
Le nombre de cas de coronavirus reste encore assez limité en Afrique sub-saharienne, en partie en raison de la jeunesse de sa population et d'une forme de réactivité apprise lors de crises sanitaires passées (de type Ebola). Toutefois, la vulnérabilité des services sanitaires du continent est assez forte et des pays sont déjà assez affectés comme l'Afrique du Sud avec plus de 7 000 cas déclarés. Les statistiques sont à ce stade assez limitées sur le continent. Toutefois, les taux de mortalité sont assez inférieurs à ceux constatés en Europe. Les mesures de confinement qui ont été appliquées sur le continent sont peu à peu assouplies en fonction de l'évolution du nombre de cas déclarés. Apparue plus tardivement, l'inconnue reste toutefois le passage du pic de l'épidémie. De ces deux éléments dépendra la possibilité d'éviter une seconde vague de cas si le déconfinement est réalisé trop tôt.



## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain

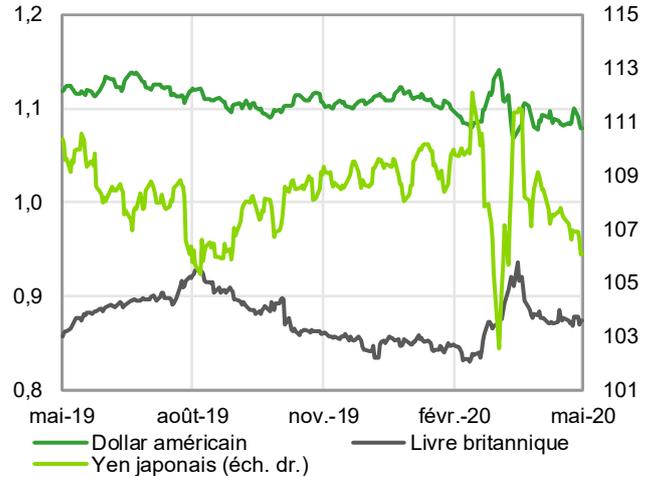
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises

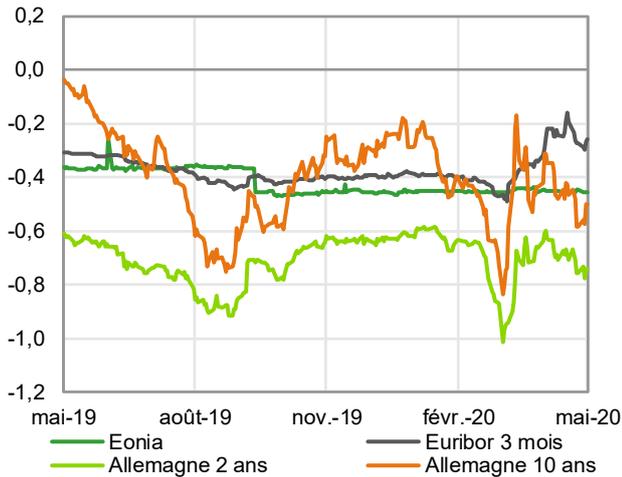
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro

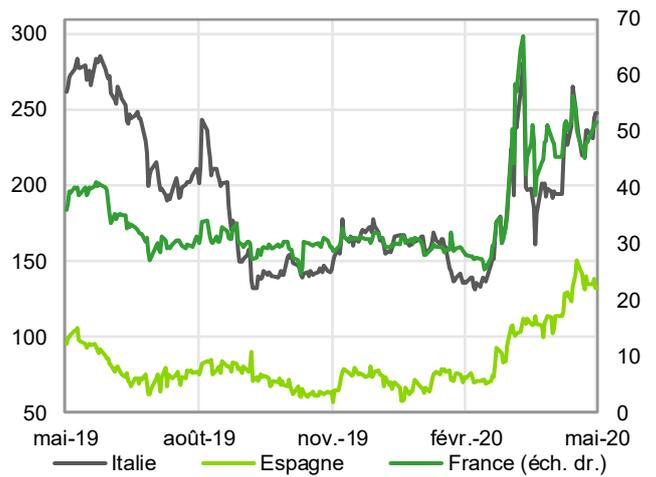
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

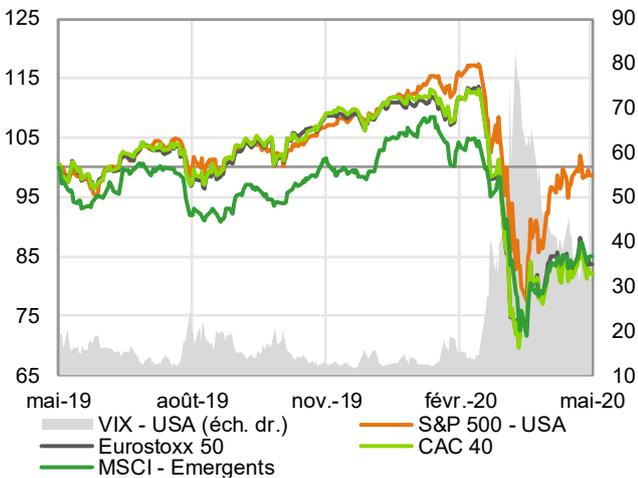
Pdb, dette en EUR à dix ans



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

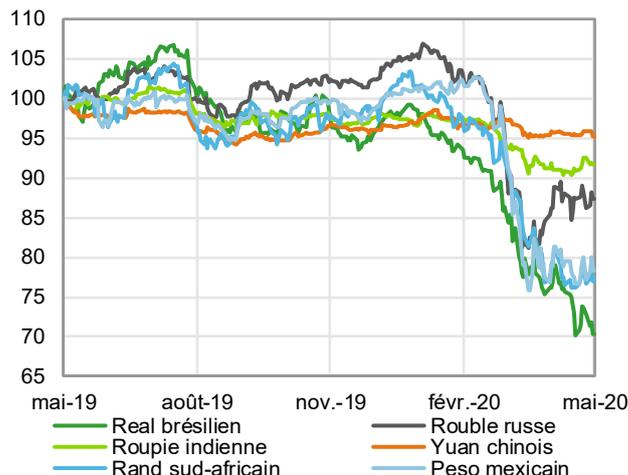
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

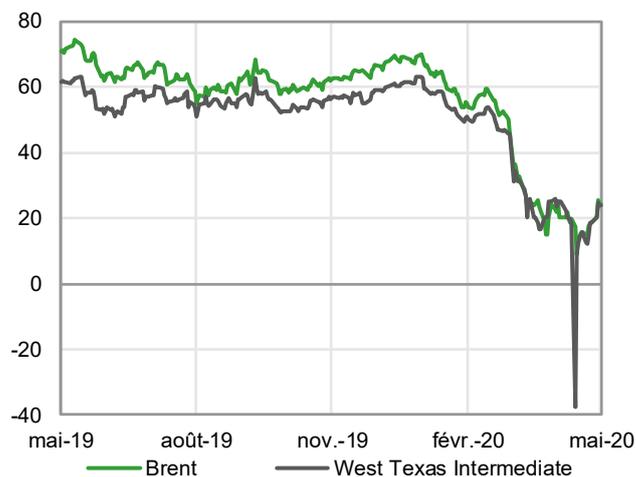
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

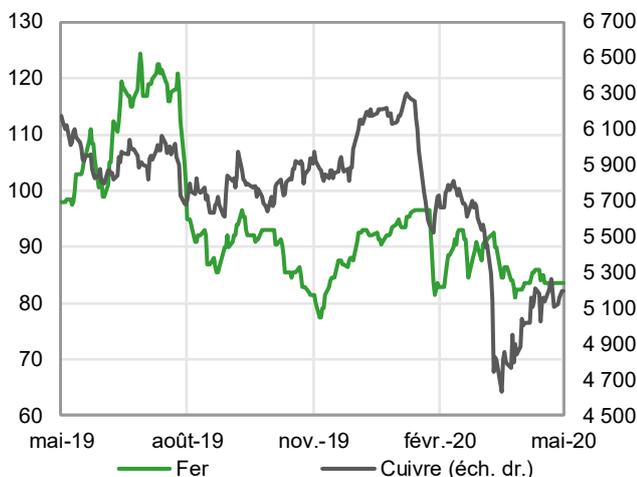
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

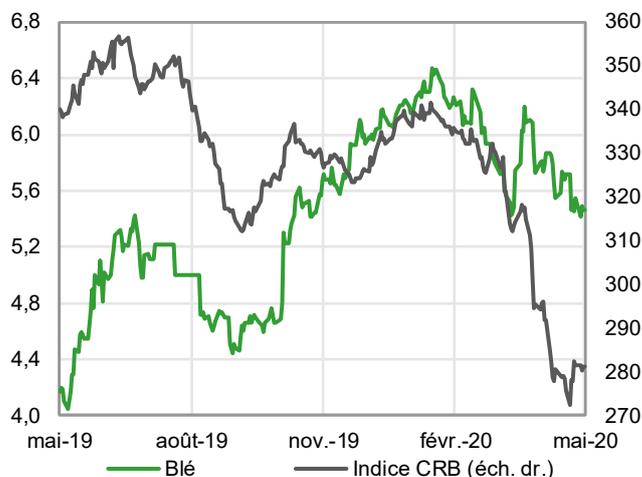
USD/tonne métrique



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
05/05/2020	<u>Europe du Sud – À l'heure du déconfinement</u>	Union européenne
04/05/2020	<u>Inde – Dure sera la chute</u>	Asie
30/04/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
30/04/2020	<u>Allemagne – Impact Covid-19</u>	Allemagne
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>PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole - Spécial Covid-19 n°5</u>	Agri-agro
29/04/2020	<u>L'innovation, de la vigne au verre</u>	sectoriel
28/04/2020	<u>France – Covid-19 : tendances semaine du 19 au 25 avril 2020</u>	France, sectoriel
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

### 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 BENADJAUD, 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 :** Véronique CHAMPION – Fabienne PESTY

**Contact :** [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto: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.*