Perspectives

Hebdomadaire – N°20/131 – 29 mai 2020

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ *Étrange hiatus ?* 1
☞ *Union européenne : le grand marchandage saura-t-il produire le bond en avant ?* 3
☞ *France : comme attendu, l'épargne des ménages bondit au premier trimestre.* 6
☞ *France : après quelques semaines de déconfinement, la confiance repart timidement* 6
☞ *Allemagne : la chute de la consommation ampute fortement la croissance du T1* 7
☞ *Allemagne : premiers signaux d'une reprise graduelle après le début du déconfinement ?* 8
☞ *Italie : l'investissement pèse sur la croissance au T1* 9
☞ *Italie : 8 millions de demandeurs potentiels du chômage partiel* 9
☞ *Espagne : les nouvelles* 10
☞ *La géopolitique déconfinée* 12
☞ *Chine : retour sur les annonces de la session parlementaire* 13
☞ *Inde : inquiétudes à l'heure du déconfinement* 14
☞ *Moyen-Orient - Afrique du Nord : les crises successives font évoluer les régimes de change fixe* 15
☞ *Afrique sub-saharienne : la pandémie de Covid-19 et les baisses de rating* 16

☞ Étrange hiatus ?

Les marchés, qu'il s'agisse des taux ou des actions, se réjouissent : la fête est généralisée, mais l'Europe se distingue. Les taux allemands se tendent légèrement, alors que les primes offertes par les obligations espagnoles ou italiennes poursuivent leur repli (les taux italiens baissent de 24 points de base (pb) sur la semaine pour offrir une prime de « seulement » 185 pb par rapport au Bund, soit seulement 25 pb de plus qu'en début d'année). Les performances des actions européennes (Eurostoxx 50, +6,5%) dépassent celles des actions américaines (S&P, +2,5%). Si la surperformance de l'Europe est justifiée par les annonces relatives au « plan de relance » envisagé par l'Union européenne, une telle vaillance est néanmoins étrange et semble signaler, à la fois, une lecture particulière et une double conviction de la part des marchés.

Ainsi, les données économiques, au-delà d'un certain seuil de désastre, sont presque dénuées de sens. À titre d'illustration, la croissance du PIB américain a été très légèrement revue à la baisse à 5% en rythme annuel (contre 4,8%) : alors même qu'il ne s'agit que du premier trimestre et que le repli atteint déjà une ampleur catastrophique, on n'est plus à 0,2 point de pourcentage (voire bien plus) près !

Les chiffres sont, par ailleurs, tellement épouvantables qu'ils ne peuvent que s'améliorer : probables embellies sur lesquelles, à court terme, l'attention des marchés se concentre. Autre illustration fournie par l'emploi aux États-Unis : les inscriptions au chômage restent très (très) élevées, mais poursuivent leur repli (à 2,12 millions au cours de la semaine s'étant achevée le 23 mai, contre 2,45 millions durant la semaine précédente). Le

taux de chômage pourrait atteindre 20,5% fin mai (après 14,7% en avril).

Enfin, l'ampleur de la chute déjà lisible est si considérable qu'elle ne peut que susciter une réaction des autorités monétaires ou budgétaires telle que l'effondrement attendu sera amorti (au point d'être oublié). Ainsi l'inflation de la zone euro : elle s'est repliée à 0,1% en glissement annuel en mai (contre 0,3% en avril) et fait apparaître une grande hétérogénéité à l'intérieur de la zone avec des baisses en Espagne (-0,9%) et en Italie (-0,2%) contrastant avec les progressions (faibles certes) enregistrées en France (0,4%) ou en Allemagne (0,5%). La baisse de l'inflation totale est motivée par celle des prix de l'énergie (-12%) : l'inflation sous-jacente est stable (à 0,9%), une stabilité encore étonnante, mais assez illusoire. Les pressions baissières sur l'inflation sous-jacente vont s'accumuler et finir par se révéler. Or, les marchés loin d'anticiper un quelconque risque de déflation semblent s'être rassurés à la perspective d'une augmentation du PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme* qui serait porté de 750 milliards d'euros à 1 250 milliards d'euros lors de la réunion de la BCE jeudi prochain).

Le marché s'est donc concentré sur ce qui plaît en ignorant ce qui fâche.

L'appétit pour le risque s'est nourri d'une dose supplémentaire d'accommodation monétaire anticipée, de la réouverture lente et progressive des économies après le verrouillage généralisé, de la proposition de Fonds pour la reprise en Europe qui prend corps grâce aux détails fournis par la Commission européenne (cf. éditorial « *Union européenne : le grand marchandage saura-t-il produire le bond en avant ?* »). Ces nouvelles ont éclipsé la montée des tensions sino-américaines, alors que Donald Trump s'apprête à annoncer de nouvelles sanctions à l'encontre de la Chine.

Editorial

☞ Union européenne : le grand marchandage saura-t-il produire le bond en avant ?

Non, ce n'est pas un « moment hamiltonien » pour l'Union européenne, comme annoncé par le ministre des Finances allemand O. Scholz et répété par plusieurs observateurs. Ce que fit Hamilton en1790 aux États-Unis fut la reprise par l'état fédéral des dettes des États américains en échange du pouvoir de taxation. Ce « moment hamiltonien » demande un degré élevé de mutualisation des risques et l'abandon d'un peu de souveraineté. Il requiert aussi un changement des Traités. La volonté politique pour opérer un tel saut n'est pas là. Les opinions européennes n'y sont pas prêtes partout.

Bien que la proposition d'un Fonds pour la reprise par la Commission européenne ne ressemble pas à cela, elle est néanmoins un clair pas en avant. Elle met en avant un instrument temporaire pour assurer la zone euro en cas d'un choc de grande ampleur et pose un précédent, sinon pour sa pérennisation, du moins pour une possible nouvelle utilisation en cas de choc futur. Et ce type d'assurance n'est pas peu de chose. De plus, cet instrument, financé par des émissions de long terme, assure avec la présence de la BCE une pression à la baisse sur le coût des dettes des États membres pour le long terme. Elle reverse sur les marchés un actif sûr alternatif aux titres souverains triple AAA des pays du nord.

Poussée par le Parlement européen à oser plus et s'appuyant sur un accord franco-allemand ayant reçu le soutien de la plupart des pays, la proposition est quand même ambitieuse. Avec un plan de 750 milliards d'euros, elle surenchérit par rapport à la proposition franco-allemande de 500 milliards d'euros ; elle propose une révision à la hausse du prochain cadre financier pluriannuel (CFP) 2021-2027 et prévoit aussi une réallocation des fonds inutilisés du budget 2020 (11,5 Mds €) en faveur de la relance.

La proposition de la Commission se résume donc en ces deux volets : un plan de relance temporaire *Next Generation EU* (NGEU) de 750 Mds € financé par des émissions au nom de l'UE et un nouveau CFP 2021-2027 de 1 100 Mds €.

Des 750 Mds € de dotation du fonds NGEU, 500 Mds € seront élargis sous forme de subventions ou garanties par des instruments nouveaux, ou canalisés par des programmes de dépenses existants du budget de l'UE. Les restants 250 Mds € seront des prêts à maturité moyenne-longue élargis par des nouveaux dispositifs ou par des programmes existants du budget de l'UE.

Une allocation des dépenses qui priorise les réformes, l'investissement et la cohésion

Parmi les nouveaux dispositifs, la Facilité pour la reprise et la résilience, dotée de 560 Mds € est le pivot du NGEU et a pour objectif de soutenir les investissements publics et les réformes structurelles. Elle fournira 310 Mds € de subventions et 250 :ds € Mds de prêts.

D'autres nouveaux programmes, React-EU, pour la cohésion sociale, le soutien au marché du travail et l'investissement dans le numérique et la transition énergétique, ainsi le nouveau dispositif Santé pour construire les capacités critiques de l'UE pour les prochaines crises sanitaires, seront financés par des subventions.

Des ressources sont aussi mobilisées sous forme de garanties à la Banque européenne d'investissement, afin de soutenir la liquidité et l'investissement dans les secteurs stratégiques et les chaînes de valeur clés, grâce à la nouvelle Facilité d'investissement stratégique dans le cadre du programme existant Invest-EU. Le nouvel instrument de soutien à la solvabilité dans le cadre de l'EFSI en bénéficie aussi.

Des programmes déjà existants fournissant des subventions dans le cadre du budget de l'UE seront renforcés : Développement rural et des territoires, Fonds de transition équitable, RescUE pour investir dans des infrastructures et de la logistique d'émergence, mais aussi Horizon EU pour l'innovation et la R&D.

Mais qui paye enfin ?

Le fonds temporaire NGEU rend les fonds disponibles jusqu'à fin 2024, bien que 60% des subventions doivent être engagées avant la fin 2022. Il vise donc la phase immédiate de reprise et reconstruction *post*-crise. En revanche le remboursement par les pays sera étalé dans le temps, bien que la question des maturités doive encore être définie (et négociée).

C'est bien ce décalage entre des fonds rendus disponibles immédiatement et leur remboursement à très long terme, le premier bénéfice du dispositif.

Le deuxième consiste dans la capacité de l'UE de s'endetter à des conditions très favorables ce qui permet aux pays de gagner un moindre coût de financement.

Le troisième réside dans le fait que la partie des fonds versés sous forme de subventions ne viennent pas dans l'immédiat alourdir le budget des États et leur dette publique, ce qui leur permet d'alléger la pression sur leur financement par le marché.

À terme néanmoins, les fonds empruntés devront être remboursés. L'UE se donne un délai assez long pour repayer les fonds levés sur les marchés : de 2028 à 2058, ce qui lui permet d'exploiter toute la courbe des maturités. La dette contractée par l'UE

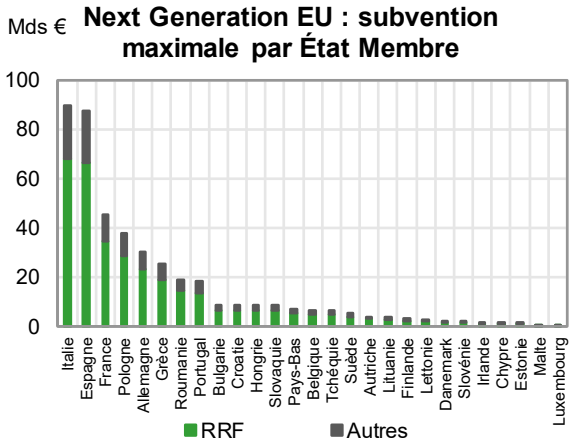
sera remboursée par l'argent des États, que ce soit par des contributions plus élevées au budget de l'UE ou par de nouvelles taxes ou impôts proportionnels à la richesse des pays. Des pistes pour augmenter les ressources propres de l'UE sont avancées par la Commission : fiscalité numérique, taxe carbone et plastique, impôt sur les sociétés.

L'allocation par pays sera un point de négociation…

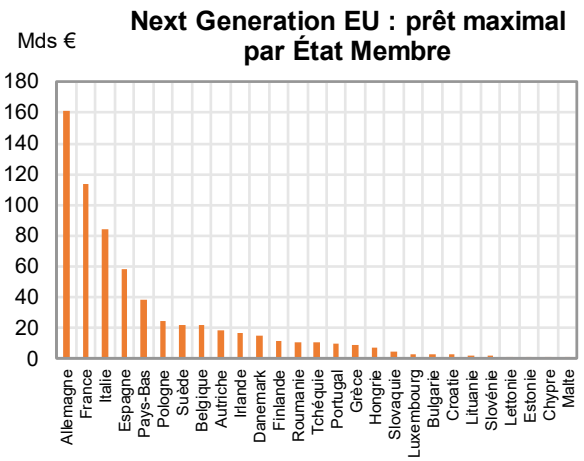
L'allocation par pays des subventions se ferait sur la base d'une clé de répartition, fonction de la taille de la population, de l'écart du niveau du PIB par tête par rapport à la moyenne de l'UE et du taux de chômage. Les pays qui en bénéficieraient le plus seraient l'Italie, l'Espagne, la France, la Pologne, l'Allemagne et la Grèce.

En ce qui concerne les prêts, le montant maximal que chaque pays peut recevoir se monte à 4,7% du revenu national brut du pays, ce qui favorise les plus grandes économies européennes, la France et l'Allemagne ressortant comme les principaux bénéficiaires bien devant les autres.

Les pays d'Europe de l'Est et naturellement les riches pays du nord profiteraient moins que les autres des fonds et pourraient s'opposer à la proposition d'allocation de la Commission. Pour les pays de l'Est, le NGEU opère une redistribution à la défaveur des politiques de convergence et cohésion et en faveur des réformes structurelles. Les pays du Nord devraient être confortés par cette approche, mais pourraient questionner la part des fonds dévolue à fonds perdus sous forme de subventions. Les pays du Sud pourraient justifier la présence d'une part importante de subventions pour contrer la redistribution en faveur des grandes économies du centre de la politique des prêts et de garanties à l'investissement, qui risque d'accentuer la polarisation et les écarts de compétitivité entre les grands groupes allemands et français et les autres.



Sources : Commission européenne, Crédit Agricole S.A.



Sources : Commission européenne, Crédit Agricole S.A.

… Mais pas le seul

Finalement, la proposition de la Commission, à l'exception de la modalité de financement, ne contient pas beaucoup de nouveautés.

L'orientation du NGEU reprend largement celle du budget pour la convergence et l'investissement (BICC) négocié en 2018 entre les pays de la zone euro : pas de stabilisation macroéconomique, mais soutien aux réformes et à l'investissement. Celle du MFF 2021-2028 reprend les priorités annoncées par la nouvelle Commission lors de son installation et bien, qu'il soit plus ambitieux dans son montant que les 1 095 Mds € sur lequel les 27 négociaient en février, il est encore en deçà des 11 350 Mds € proposés par la Commission en 2018, en amont des négociations sur le CFP. Pas de nouveauté ni dans la composition ni dans la taille du budget donc. À noter aussi que le montant des rabais est inchangé, de sorte que les pays dits frugaux y trouvent leur compte. L'idée d'établir des ressources propres par la taxe carbone ou numérique n'est pas non plus nouvelle.

La stratégie de la Commission semble donc être celle de mettre tous les sujets sur la table, afin d'ouvrir une grande négociation sur plusieurs points. Tout le monde peut y trouver son compte, sans risquer de ronger l'essentiel (l'endettement commun et la part des subventions).

Pour les pays frugaux il s'agirait donc de négocier des rabais plus importants et de se satisfaire du côté temporaire du fonds et d'une opposition à la création de ressources propres (sauf peut-être la taxe carbone) pour faire passer la pilule des subventions et de l'émission commune. Pour les pays de l'Est, l'assurance du maintien des fonds de cohésion et de la politique agricole commune pourrait suffire, car en tous cas, ils seraient des bénéficiaires nets des mesures. Pour les grands pays du centre, ce serait l'assurance de voir une grosse partie des garanties des fonds d'investissement s'adresser à leurs entreprises. Ceci leur permettrait d'accepter que les pays du Sud sortent comme les principaux bénéficiaires. Pour tous, l'assurance que le marché

unique continue de fonctionner proprement et que la reprise assure le redémarrage des chaînes européennes d'approvisionnement.

Pas encore un cadre efficace de coordination budgétaire-monétaire

Reste le problème du calendrier de cette grande négociation, car il est peu probable qu'un accord soit trouvé au prochain Conseil des 18-19 juin, ce qui risque de renvoyer la décision en juillet et le passage au Parlement européen au plus tard en septembre. Les fonds ne seraient donc pas disponibles que début 2021. Entre tempsm ce seraient les autres solutions décidées par le Conseil qui peuvent aider : les 540 Mds € de prêts du fonds SURE, du MES et de la BEI. Mais étant des prêts, ils pèseront sur les dettes et ne réduiront pas les importants besoins de financement des États en 2020. D'où l'importance de la présence de la BCE sur le marché des dettes souveraines, ce qui pourrait la pousser à étendre son programme temporaire d'achats PEPP.

Quant au grand marchandage européen, il sera encore l'objet des prochaines décennies de vie de l'UE avant de pouvoir vivre un véritable « moment hamiltonien », qui d'ailleurs aux États-Unis n'a trouvé une véritable concrétisation que dans le *New Deal*. Est-ce que cela signifiera qu'il faudra attendre une nouvelle crise pour le vivre ? Qui sait. Pour l'instant réjouissons-nous d'avoir au moins trouvé des marges budgétaires pour faire à cette crise, ce qui était loin d'être évident il y a seulement un mois.

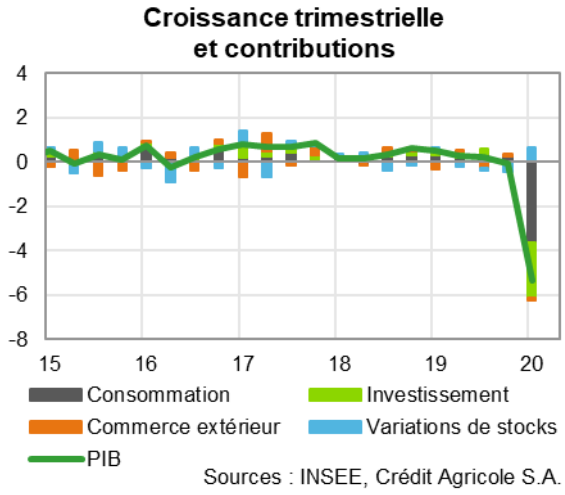
PLAN DE RELANCE 1 850 Mds €					
NEXT GENERATION EU 750 Mds €					
AIDER LES ÉTATS MEMBRES A SE RÉTABLIR		**RELANCER L'ÉCONOMIE ET L'INVESTISSEMENT**		**TIRER LES ENSEIGNEMENTS DE LA CRISE**	
FACILITÉ POUR LA REPRISE ET LA RÉSILIENCE	560 Mds	SOUTIEN A LA SOLVABILITÉ	26 Mds	SANTÉ	7,7 Mds
REACT-EU (cohésion et territoires)	50 Mds	FACILITÉ D'INVESTISSEMENT STRATÉGIQUE	15 Mds	RESC-EU	2 Mds
DÉVELOPPEMENT RURAL	15 Mds	INVEST-EU	15,3 Mds	HORIZON EU : innovation, R&D, action extérieure	29 Mds
TRANSITION JUSTE	30 Mds				
	655 Mds		**56,3 Mds**		**38,7 Mds**
CADRE FINANCIER PLURIANNUEL 2021-2028 1 100 Mds €					
AIDER LES ÉTATS MEMBRES A SE RÉTABLIR		**RELANCER L'ÉCONOMIE ET L'INVESTISSEMENT**		**TIRER LES ENSEIGNEMENTS DE LA CRISE**	
FACILITE POUR LA REPRISE ET LA RESILIENCE		SOUTIEN A LA SOLVABILITE		SANTE	0,7
REACT-EU (cohésion et territoires)	373,2	FACILITE D'INVESTISSEMENT STRATEGIQUE		RESC-UE	1,1
DEVELOPPEMENT RURAL	353,3	INVEST-EU	0,7	HORIZON EU : innovation, R&D, action extérieure	286,4
TRANSITION JUSTE	10			Administration	74,6
	736,5		**0,7**		**362,8**

Zone euro

☞ France : comme attendu, l'épargne des ménages bondit au premier trimestre.

La contraction du PIB au premier trimestre serait finalement de 5,3%, une contraction toujours record, mais légèrement moins forte que la première estimation publiée il y a un mois par l'Insee (-5,8%). Cette révision est particulièrement importante et s'explique par la disponibilité de données plus robustes pour le mois de mars, où l'épidémie de coronavirus a eu l'impact le plus important sur l'économie avec notamment les premières semaines de confinement.

Comme attendu, la chute de la consommation due aux fermetures d'établissements et aux comportements de précaution des ménages a entraîné une forte hausse de l'épargne, d'autant plus forte que le revenu disponible des ménages s'est maintenu au premier trimestre. En effet, pendant le confinement, la consommation des ménages était environ 30% inférieure à la normale, une tendance confirmée par la chute de la consommation des ménages en biens au mois d'avril (-20,2% sur un mois et -33,7% par rapport au mois de février). Le taux d'épargne des ménages passe ainsi de 15,1% au quatrième trimestre 2019, un niveau déjà élevé, à 19,6% au premier trimestre 2020. Il pourrait dépasser les 30% au deuxième trimestre, avant de décliner au second semestre avec le redémarrage attendu de la consommation.



Sources : INSEE, Crédit Agricole S.A.

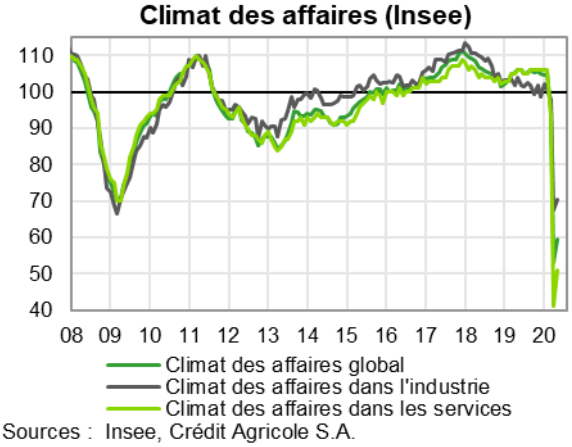
☑ **Notre opinion –** *Pour le deuxième trimestre, nous continuons à anticiper une contraction nettement plus importante due aux six semaines de confinement (de début avril à mi-mai) et à une reprise graduelle de l'activité sur la deuxième partie du trimestre. Le recul du PIB serait alors d'au moins 16%, l'Insee parle même d'une contraction de 20%.*

La confirmation d'une forte accumulation d'épargne (qui sera très marquée au deuxième trimestre, ce que confirment les flux records en avril sur les dépôts à vue et les livrets A) montre également que l'utilisation du surplus d'épargne forcée accumulé pendant le confinement sera primordiale pour le redémarrage de la demande, avec un potentiel de rattrapage partiel de la consommation de certains produits.

Toutefois, sans une meilleure visibilité sur leur situation future et donc sur l'évolution de l'épidémie et d'éventuels traitements, les ménages risquent de maintenir des comportements de précaution. C'est le principal risque qui pèse sur l'ampleur de la reprise au second semestre et pour 2021.

☞ France : après quelques semaines de déconfinement, la confiance repart timidement

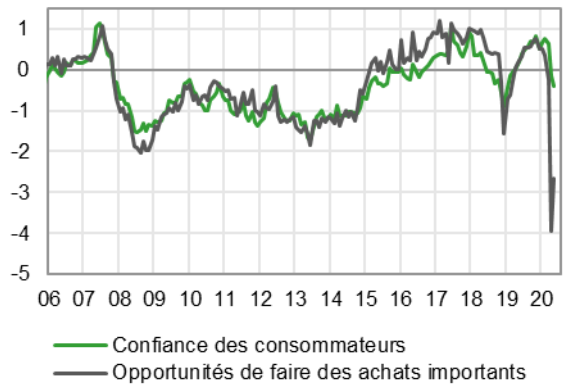
Après avoir atteint des records à la baisse au mois d'avril, le climat des affaires rebondit légèrement en mai. Dans les services, il gagne 9 points, à 50. Dans l'industrie, la hausse est plus faible et l'indicateur passe de 68 à 70. L'indicateur synthétique du climat des affaires prend, quant à lui, 6 points à 59. De façon générale, les indicateurs ne retrouvent pas leurs niveaux du mois de mars et restent à des niveaux bien inférieurs à leur moyenne historique (100). On remarque également une tendance similaire dans les services et l'industrie. L'évaluation de la production passée est en forte baisse dans les deux secteurs, tandis que les perspectives d'activité repartent à la hausse.



Sources : Insee, Crédit Agricole S.A.

La confiance des consommateurs décline à nouveau en mai à 93, contre 95 en avril, un niveau inférieur à sa moyenne historique. Comme pour le climat des affaires, l'évaluation de la situation passée se dégrade, tandis que certaines composantes futures s'améliorent, en particulier l'opportunité d'effectuer des achats importants. Les craintes de se retrouver au chômage continuent cependant d'augmenter.

Confiance des consommateurs, indicateurs normalisés



Sources : Insee, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *Si la hausse du climat des affaires au mois de mai semble être une bonne nouvelle, l'ampleur de ce rebond reste fragile. Le climat des affaires reste à des niveaux très inférieurs à ceux du mois de mars et une reprise lente semble se dessiner. Une hausse nettement plus importante est cependant attendue pour le mois de juin.*

Du côté des ménages, la hausse du solde d'opinion sur les opportunités de faire des achats importants peut nous permettre d'espérer un rattrapage partiel de la consommation qui n'a pas eu lieu pendant le confinement. Toutefois, l'incertitude reste très élevée pour les ménages, en particulier, la peur du chômage risque d'inciter certains ménages à adopter des comportements de précaution et à maintenir une épargne élevée, en ne dépensant qu'en faible proportion le surplus d'épargne accumulée pendant le confinement.

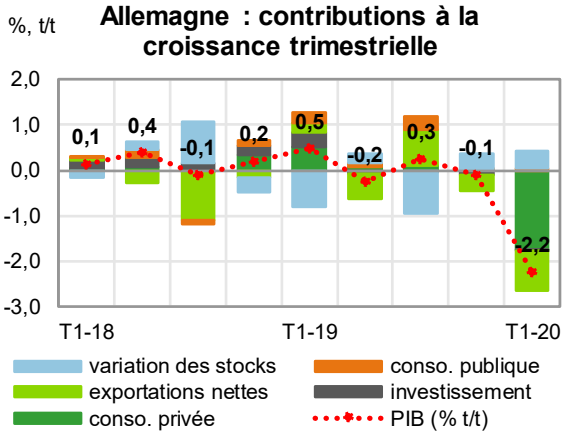
☞ Allemagne : la chute de la consommation ampute fortement la croissance du T1

La croissance du PIB allemand a été confirmée à -2,2% en variation trimestrielle au premier trimestre 2020, lors de sa deuxième publication. Il s'agit de la plus forte contraction de la croissance enregistrée sur un trimestre depuis la crise financière de 2009 et la deuxième plus importante depuis la réunification du pays. Le PIB du T4 ayant été révisé à la baisse à -0,1% contre une stagnation précédemment annoncée, l'Allemagne se retrouve en récession technique, définie comme deux trimestres consécutifs de recul de la croissance.

Cette chute de l'activité résulte bien évidemment de l'arrêt forcé de l'activité à partir du 16 mars pour tenter d'enrailler l'épidémie de Covid-19. La consommation des ménages, pilier de la croissance des cinq dernières années, est la composante qui contribue le plus fortement à ce recul avec un repli enregistré de 3,2% sur le trimestre. Les mesures de confinement à domicile et la limitation de l'offre disponible (seuls les magasins considérés comme essentiels étaient autorisés à rester ouvert) sont les raisons de ce plongeon.

L'investissement dans son ensemble n'a que faiblement baissé de 0,2% au T1, mais ses composantes révèlent des trajectoires divergentes. L'investissement productif a ainsi chuté de 6,9%, alors que l'investissement dans la construction a en revanche augmenté de 4,1%, limitant ainsi un effondrement plus significatif de l'investissement global. Les dépenses publiques, en augmentation de 0,2%, ont également contribué positivement à soutenir la croissance. Du côté de la demande extérieure, les exportations ont reculé de 3,1% sur le trimestre et les importations de 1,6%, laissant ainsi une contribution négative de la balance commerciale de 0,9 point à la croissance du T1. Enfin, la variation des stocks apporte une contribution positive de 0,4 point à la croissance.

Allemagne : contributions à la croissance trimestrielle



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

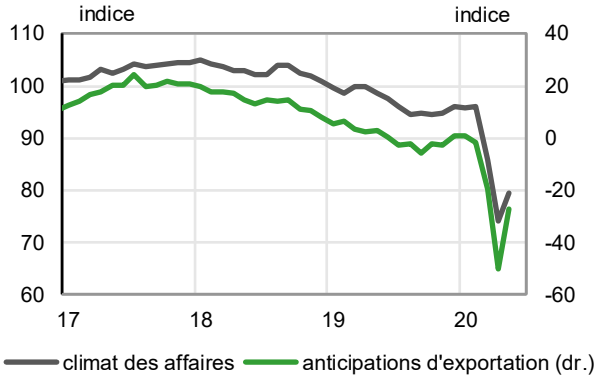
☑ **Notre opinion –** *Le repli de l'activité allemande au T1 est la conséquence des mesures prises pour lutter contre l'épidémie du Covid-19. La consommation privée a été particulièrement touchée par celles-ci, tout comme les exportations nettes. La croissance du T2 devrait logiquement accuser un recul plus massif en raison des mesures restrictives s'étendant sur une plus longue période de temps. Notre prévision de croissance pour le T2 est de -11% en variation trimestrielle, soit la plus forte baisse jamais connue sur un trimestre en temps de paix.*

☞ Allemagne : premiers signaux d'une reprise graduelle après le début du déconfinement ?

L'indice allemand du climat des affaires (Ifo) se redresse légèrement pour s'établir à 79,5 points en mai, après 74,2 points en avril et 95,9 points en janvier. Les anticipations d'activité à six mois se redressent plus fortement à 80,1 points, après 69,4 points, signalant ainsi un début de reprise très attendue après les premières mesures de déconfinément prenant effet le 20 avril et s'élargissant davantage à partir du 6 mai. Toutefois, si une amélioration se fait sentir, les anticipations d'activité demeurent encore négatives dans l'ensemble des secteurs sondés (industrie, services, construction, vente au détail et vente de gros). Mais elles sont cependant moins pessimistes que les deux précédents mois.

L'autre nouvelle satisfaisante provient de l'indice Ifo sur les anticipations d'exportations dans le secteur industriel : celui-ci pointe également vers un rebond significatif en mai. Enfin, l'évolution du taux d'utilisation des capacités dans l'industrie pendant la crise de 2009, nous enseigne qu'un point bas avait été atteint à 70% et qu'ensuite, un rebond rapide avait pu être observé. Or, le taux d'utilisation atteint précisément ce seuil au T2, suggérant que le processus de reprise pourrait s'amorcer au T3. Les ventes au détail du mois d'avril ont enregistré un net recul de 6,4% du chiffre d'affaires en variation annuelle, après -1,6% en mars. Cette chute significative des ventes au détail reflète avant tout l'obligation pendant l'épidémie pour les magasins de rester fermés. Seule la demande de produits de consommation courante a stimulé le chiffre d'affaires des petits magasins de vente alimentaire et des pharmacies. La réouverture des commerces à la fin du mois d'avril devrait cependant amorcer une première phase de rebond de la consommation des ménages. De son côté, le gouvernement fédéral a avancé le relâchement des mesures de distanciation sociale à la date du 29 juin au lieu du 5 juillet initialement prévue. Les rassemblements jusqu'à dix personnes dans l'espace public seront de nouveau autorisés à cette date. Enfin, la réouverture des frontières est dorénavant envisagée pour le 15 juin afin de ne pas sacrifier totalement la saison touristique, mais le seuil d'alerte sur les nouvelles contaminations (soit un seuil maximal de 50 nouveaux cas pour 100 000 habitants) reste toujours en vigueur.

Allemagne : climat des affaires



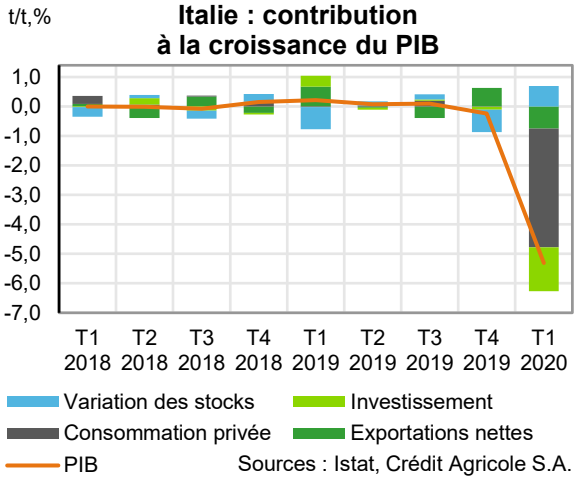
Source : Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *Après un mois et demi d'arrêt quasi complet de l'activité, l'Allemagne a entamé un processus graduel de « normalisation » de ses activités, tout en instaurant un seuil d'alerte sur les nouvelles contaminations à partir duquel le reconfinement devient obligatoire. Le relâchement des mesures restrictives a permis un rebond observable de l'activité dès le mois de mai, comme le signale l'indicateur du climat des affaires. Cependant, la reprise d'activité risque de prendre plus de temps que dans les précédentes crises en raison de la faiblesse de la demande mondiale et des difficultés d'approvisionnement encore existantes et pénalisant significativement la croissance annuelle.*

☞ Italie : l'investissement pèse sur la croissance au T1

Au premier trimestre, le PIB italien a reculé de 5,3% par rapport au T4 et de 5,4% en glissement annuel. La deuxième estimation a opéré une révision à la baisse importante depuis la publication des estimations préliminaires (-4,7%). La demande domestique et extérieure ont contribué négativement à la croissance (de -5,5 points et -0,8 point, respectivement), tandis que les variations de stocks ont contribué positivement, de 1 point de PIB. L'acquis de croissance pour l'année 2020 s'affiche désormais à -5,5%.

La consommation privée affiche un recul de -6,6%, avec des réductions importantes dans la consommation de biens durables (-17,5%), biens semi-durables (-11,4%) et les services (-9,2%). La consommation de biens non durables a été plus résiliente (-0,9%). En ce qui concerne l'investissement, le recul a été de 8,1%, avec des baisses considérables dans la construction (-9,5%), les machines et équipements (-12,4%) et les transports. Finalement, les exportations ont reculé de 8% et les importations de -6,2%.



☑ **Notre opinion –** *Au premier trimestre, la valeur ajoutée affiche des réductions sévères dans l'industrie hors construction (-8,6% sur le trimestre, pour un poste qui représente 17% de la valeur ajoutée totale) et dans le commerce, la restauration, l'hébergement et le transport (-9,3%, 18% de la VA totale). Même s'il s'agit d'une baisse considérable, une chute plus importante est attendue au deuxième trimestre, où le confinement et l'arrêt de la production ont été adoptés pendant une période plus longue. Nos prévisions tablent sur un recul de -11,2% au deuxième trimestre, pour rebondir de 6,6% au troisième.*

☞ Italie : 8 millions de demandeurs potentiels du chômage partiel

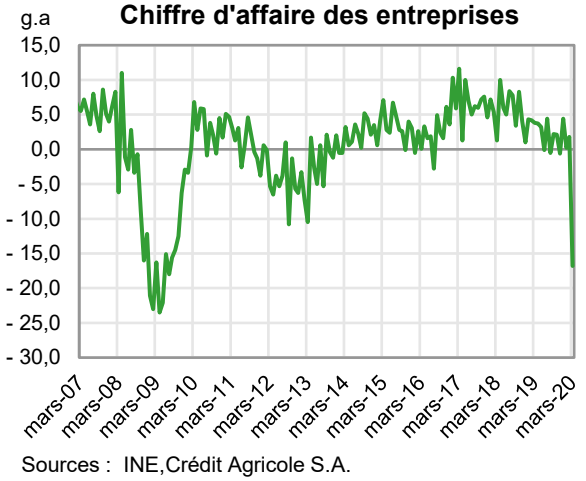
L'Institut national de la sécurité sociale a publié les chiffres concernant le dispositif de chômage partiel « *Cassa Integrazione Guadagni* » au 25 mai. Selon l'institut, le nombre de bénéficiaires potentiels s'élèverait à 7 946 992, soit 1 107 734 demandes de la part des entreprises. Sur 1 001 056 demandes effectives au 25 mai, 706 620 ont déjà été réglées pour 2 millions de travailleurs.

Dans le détail, les demandes concernant la « *Cassa Integrazione ordinaria* », destinées aux grandes et moyennes entreprises, totalisent 406 085 et 384 227 ont été autorisées. Le nombre de demandes « *Cassa Integrazione in deroga* », destinées aux travailleurs indépendants et petites entreprises s'affiche à 530 818, dont 84% ont été autorisés.

☑ **Notre opinion –** *Le gouvernement a réagi fortement pour freiner l'impact de l'arrêt de la production sur l'emploi. Dans un premier temps, le décret du 16 mars prévoyait 10 milliards d'euros de soutien pour les travailleurs. Avec le décret « Rilancio » (19 mai), l'administration a confirmé le supplément de salaire ordinaire, pour les employeurs en cas de réduction/suspension du travail due à des événements liés à l'urgence épidémiologique. En outre, il est possible, exclusivement pour les entreprises qui ont déjà utilisé le dispositif pendant les neuf premières semaines, de demander cinq semaines supplémentaires, soit un total de quatorze semaines utilisables entre le 23 février et le 31 août. Le coût de cette mesure est estimé à 15 milliards d'euros. Bien que la réponse soit forte, elle suffira pour maintenir temporairement le niveau du revenu, mais si la récession se traduit par une remontée du chômage et une augmentation des défaillances, le dispositif sera insuffisant pour préserver la situation économique des ménages.*

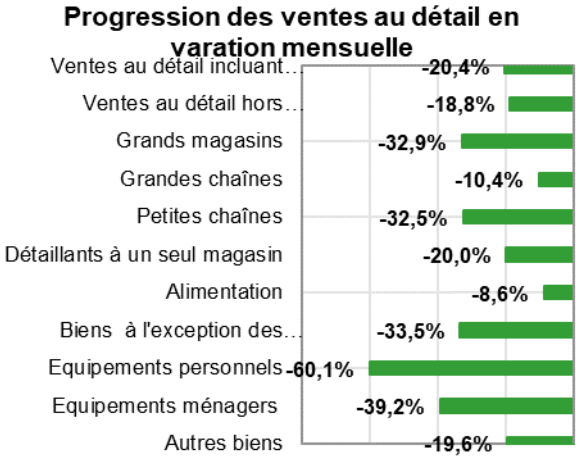
☞ Espagne : les nouvelles

Alors que certaines provinces espagnoles devraient entrer dans la phase deux du plan de déconfinement, les données de cette semaine nous éclairent davantage sur les conséquences économiques de la crise du Covid-19. Du côté des entreprises, le chiffre d'affaires a enregistré un repli de 19% en mars en variation mensuelle et 18% en variation annuelle. La contraction a été la plus forte dans les services et le commerce (-20%), de même que dans le secteur manufacturier (-17%), tandis qu'elle a été plus faible dans les services essentiels, tels que l'approvisionnement en eaux et en électricité (-2%).



Sources : INE,Crédit Agricole S.A.

L'indice des ventes au détail pour le mois d'avril renseigne davantage sur les conséquences de la crise Covid-19 sur la consommation. Le renforcement des mesures de confinement du 30 mars au 9 avril a conduit à une situation sans précédent, près de 46% des entreprises sont restées fermées au grand public. Cette situation s'est traduite par un repli de 20,4% de l'indice de ventes au détail (stations-service comprises) en avril, après une première contraction de près de 15% en mars. Hors stations-service, cette baisse a été de 18% en avril. Par rapport à avril 2019, le recul est davantage marqué et atteint près de 30%. Les produits alimentaires qui avaient progressé de près de 8,4% en mars, portés par les comportements de stockage des ménages au début de la crise, ont enregistré un repli de 8,6% en avril 2020 (en variation mensuelle). Ils ont cependant été moins pénalisés que les produits non alimentaires dont les ventes ont accusé un recul de 33,5%. Les ventes d'équipements personnels ont baissé de 60,1% et celles d'équipements ménagers de 39,2%. Tous les modes de distribution ont été impactés négativement par les mesures de confinement. Les grandes enseignes semblent cependant moins pénalisées avec une baisse des ventes de 10,4%, tandis que les grands magasins et les petites chaînes ont vu leurs ventes baisser de plus de 30%. Parallèlement, les contraintes sur la mobilité ont conduit à une nette hausse du commerce électronique. Ainsi, 52,9 % des entreprises dont l'activité principale est le commerce de détail en ligne ont vu leurs ventes augmenter. Les mesures de chômage partiel ont cependant permis de préserver l'emploi dans les services marchands. Ainsi, l'indice de l'emploi dans le secteur du commerce de détail a baissé de 2,0% en avril, par rapport au même mois en 2019. Cette baisse a été plus forte dans les petites structures (-6,4%) par rapport aux grandes chaînes, où l'emploi a augmenté de 3,7 %.



Source : INE,Crédit Agricole S.A.

Enfin, la faible tension sur les prix se poursuit en mai, avec un indice général des prix à la consommation en baisse de près de 0,9% après avoir enregistré -0,7% en avril. La dynamique des prix reste cependant similaire, toujours plombée par la une baisse du coût de l'énergie. Afin de mesurer l'effet de la crise sanitaire, l'INE a construit deux indices spécifiques pour les biens et services Covid-19. L'indice des biens Covid-19 qui comprend les produits alimentaires, les boissons, le tabac, les produits de nettoyage et les articles ménagers non durables, les produits pharmaceutiques, les aliments pour animaux de compagnie et les articles de soins personnels a progressé de 2,8 % sur un an, mais reste en baisse par rapport à avril. Les biens alimentaires continuent d'enregistrer la plus forte progression (+3,5%), tirés par la hausse des prix des aliments frais (+5,4%), tandis que les aliments emballés ont augmenté d'un dixième, à 2,3%. L'indice des services spécial Covid-19 qui comprend à son tour les services de location de logements et de garages, de distribution d'eau, d'égouts, de collecte des ordures, de dépenses communautaires, d'électricité, de gaz, de mazout, de services téléphoniques, de diffusion de musique et de télévision, d'assurance, de commissions bancaires et de services funéraires a, quant à lui, baissé de 4,2% en mai.

☑ **Notre opinion –** *Les données de cette semaine ne sont en rien surprenantes et permettent de mesurer les effets du confinement à la fois sur la consommation et les entreprises. La dégradation observée en avril par rapport au mois de mars était attendue, elle donne la mesure du défi qui attend le gouvernement espagnol une fois la première étape de confinement passée. Le déconfinement programmé des Espagnols devrait entrer dans une nouvelle phase la semaine prochaine. Le gouvernement a annoncé jeudi soir qu'à partir du 1er juin, 70% de la population sera en phase 2, soit un peu plus de 32 millions de personnes. Ainsi toute la région d'Andalousie ; les provinces de Ciudad Real ; Albacete et Toledo en Castille-La Manche pourront envisager la réouverture des écoles et la levée des restrictions sur les activités de plein air. La région de Madrid qui a été fortement touchée reste en décalage par rapport au reste de l'Espagne. Cette dernière est entrée en phase 2 lundi 25 mai après que sa demande d'assouplissement des restrictions ait été rejetée à deux reprises par le gouvernement.*

Pays émergents

☞ La géopolitique déconfinée

Chaque semaine, la dynamique de la tension géopolitique entre les États-Unis et la Chine ne cesse d'accélérer et le périmètre des secteurs stratégiques de s'élargir. Cette tension devient une composante permanente de la conjoncture économique mondiale et perturbe sporadiquement les anticipations.

Beaucoup de signaux importants dans beaucoup de domaines…

Pour la finance, il y a cette décision du fonds de pension finançant la retraite des fonctionnaires fédéraux américains, le *Federal Thrift Savings Plan* (TSP), d'annuler un investissement de 50 milliards de dollars dans un indice boursier, le MSCI *All Country World Index*, qui inclut des actions chinoises. Cette annulation fait suite à de nombreuses pressions politiques, notamment celle du conseiller à la Sécurité nationale de la Maison Blanche, qui avait estimé qu'une telle stratégie représentait un problème de sécurité. Autre sujet essentiel qui se profile, le vote par le Sénat américain d'une loi contraignant les entreprises chinoises listées sur les marchés américains à accepter l'audit des régulateurs américains (ce qui concernerait 200 entreprises pour une valeur totale de 1,4 trillion de dollars…). La Chine a protesté en évoquant la notion de souveraineté financière, mais des valeurs comme Alibaba ont déjà souffert de l'inquiétude des investisseurs.

Pour la technologie, Thomas Gomart, directeur de l'IFRI, rappelle l'hypothèse évoquée en février dernier par William Barr, procureur général des États-Unis, d'une véritable « *Blitzkrieg* technologique ». En réponse à cela, la stratégie américaine se durcit sans cesse, comme l'illustre la récente prolongation à 2021 des sanctions contre Huaweï. En parallèle, la relocalisation des industries stratégiques s'accélère, avec l'ouverture d'usines de puces informatiques sur le sol américain.

Le vice-président d'Intel a ainsi expliqué qu'il en va de la continuité d'approvisionnement en produits stratégiques, et Bob Swan, PDG de l'entreprise, aurait envoyé un courrier au Département de la Défense, en mars, pour évoquer sa volonté de construire une fonderie aux États-Unis. « *C'est plus important que ça ne l'a jamais été, étant donné l'incertitude causée par l'environnement géopolitique actuel* ». De même, la décision du taïwanais TSMC de s'aligner sur la politique américaine avec la construction d'une usine de 12 milliards de dollars aux États-Unis représente un choc énorme, pour TSMC comme pour Huawei, qui est son deuxième plus gros client derrière Apple. Selon le *Global Times* (publié par Le *Quotidien du Peuple*), la Chine est prête à contre-attaquer avec sa propre liste d'entreprises américaines à bannir, qui justement, pourrait inclure Apple...

Quant à la géopolitique plus « traditionnelle », elle n'est pas en reste. Du domaine militaire – avec le passage régulier ces derniers mois de bâtiments américains dans le détroit de Taïwan et les exercices de l'aviation chinoise – aux sanctions économiques de la Chine sur l'Australie, qui bloque les importations de bœuf et d'orge, en représailles à la demande australienne d'une enquête à l'OMS. Les temps ont bien changé depuis la dernière visite du président chinois à Canberra en 2014, quand Xi Jinping avait reçu une *standing ovation* au Parlement, après avoir, en conclusion d'un accord de libre-échange, prononcé un discours sur la confiance politique entre les deux nations. Et puis cette semaine, voilà Hong Kong à nouveau dans l'actualité géopolitique, puisqu'à l'adoption d'une loi sur la sécurité nationale par le Parlement de Pékin, répondent les déclarations de Mike Pompeo, qui demande la levée du statut spécial accordé par les États-Unis à Hong Kong. Et les États-Unis réclament une réunion du Conseil de Sécurité à laquelle s'oppose la Chine…

… Qui reposent la question des scénarios géopolitiques

Cette succession d'événements, parmi bien d'autres, pose sans cesse aux industriels et aux financiers la question difficile des scénarios de l'affrontement hégémonique. Car ce sont ces scénarios qui dessineront les limites géographiques et sectorielles du *decoupling* industriel ou des hypothèses de sanctions, autrement dit les limites d'un univers de risque économique, à court ou long terme.

Mais la question est de plus en plus difficile, car même si les deux acteurs sont sortis affaiblis de la crise, ils restent dans une situation de puissance inégale, qui interdit à l'un ou l'autre une victoire rapide. La Chine est ainsi la seule grande puissance qui puisse espérer de la croissance en 2020, mais les États-Unis, bien que plus clivés politiquement que jamais, peuvent aussi bénéficier de la force réaffirmée du dollar. Question difficile, car la redéfinition des chaînes de valeur, qui semble une nécessité stratégique actée par les politologues, est aussi un processus de long terme. À mesure que se déploie le débat autour des chaînes de valeurs, beaucoup d'industriels commencent donc à douter de la faisabilité d'un *decoupling* profond, et le discours économique s'écarte de celui des politiques, ce qui accroît l'incertitude, le flottement des anticipations, et la difficulté des arbitrages.

Question délicate, car il n'y a pas de consensus des politologues quant à la stratégie des deux acteurs. Pour les États-Unis, beaucoup s'accordent à penser, en se fondant sur la théorie des affrontements hégémoniques, que la destruction de l'adversaire par l'hégémon menacé risque d'être globale et brutale. Et cette thèse est renforcée par la culture stratégique militaire américaine de la victoire totale. Pourtant d'autres politologues évoquent plutôt une tactique du type *containment*, qui viserait au final à définir des aires de *statu quo*, d'influence réciproque, voire de collaboration sur des sujets d'intérêt commun (mais la crise sanitaire a montré qu'on en était loin…). Même flottement en ce qui concerne les hypothèses stratégiques des politologues sur la Chine, qui hésitent depuis des années entre l'image d'une nation aux ambitions globales ou aux ambitions plus limitées, mais puissantes cependant sur les questions de souveraineté de voisinage et de contrôle des approvisionnements stratégiques.

Au final, les scénarios de l'affrontement oscillent donc d'une part, entre une dynamique d'hostilité permanente, dans laquelle le *decoupling* industriel et financier peut aller loin, quel qu'en soit le coût économique ; et d'autre part, un scénario d'affrontement par paliers, qui peut conduire, après des pics de tensions intenses et dangereux, à des périodes de *statu quo* ; scénario qui permettraient de limiter la dé-globalisation à certains secteurs. Mais dans tous les cas, et quelle que soit la trajectoire de l'affrontement, le point d'arrivée le plus probable à ce jour est celui d'un monde où chaque puissance aura peu ou prou organisé et fait respecter son espace d'influence, tout comme sa conception normative de l'ordre mondial.

☞ Chine : retour sur les annonces de la session parlementaire

Ce sont masqués que les députés se sont présentés à la session annuelle du Parlement chinois en fin de semaine dernière. L'enjeu était de taille : il s'agissait pour Pékin d'annoncer la victoire de la Chine sur l'épidémie, et de poser les fondements de « l'après ». Il fallait surtout de renvoyer l'image d'une Chine debout et unie face aux doutes émis par le reste du monde sur sa transparence de la gestion sanitaire. Et si le reste du monde n'est peut-être pas convaincu, l'exercice de communication était surtout interne. En somme, il s'agissait de rétablir le contrat de confiance, le pacte social et de rassurer la population sur la capacité du régime à garantir l'élévation des conditions de vie pour tous.

Après avoir dressé un bilan très positif de l'année 2019, tant sur le plan de la croissance (+6,1%) que du nombre d'emplois urbains créés (13,5 millions) ou de la pauvreté – une des trois « batailles » du régime avec la pollution et les risques financiers –, le Premier ministre Li Keqiang a dévoilé le rapport de travail du gouvernement et les principales orientations pour 2020.

Même s'il était attendu, l'abandon de la cible de croissance pour 2020 témoigne de la prudence du régime face à une crise dont il peine encore à mesurer l'ampleur. C'est du reste la première fois que cet objectif, symbole par excellence des économies planifiées, n'est pas dévoilé. Seule certitude, la cible initiale d'au moins 5,6%, qui devait garantir le doublement du PIB entre 2010 et 2020, ne sera sûrement pas atteinte.

En lisant entre les lignes et grâce aux prévisions officielles de solde budgétaire et d'évolution des prix à la consommation, on peut tenter d'estimer l'intervalle de croissance envisagé par le gouvernement, qui devrait donc se situer entre 2 et 4%. Ce chiffre dépend cependant du niveau du déflateur du PIB, car s'il est très proche de celui des prix à la consommation en temps normal, il a tendance à en diverger lors des phases de crise, ce qui rend les prévisions plus approximatives.

Plutôt que de parler croissance, le Premier ministre a donc préféré insister sur les indicateurs sociaux. Pauvreté, chômage urbain, création d'emplois, le régime sait que la crise sanitaire a profondément ébranlé le marché du travail, terreau bien connu de risque politique. Les ambitions fixées paraissent cependant timides en comparaison du choc subi : l'objectif de création de 9 millions d'emplois suffira tout juste pour absorber les 8,7 millions de nouveaux diplômés, mais ne tient pas compte de tous les emplois détruits au premier trimestre, ni de tous les travailleurs migrants rentrés dans leur campagne et sortant donc des statistiques urbaines.

Pourtant, le soutien à la consommation intérieure, passant donc par l'emploi, est au cœur de la stratégie de croissance chinoise. Le risque est sinon de déséquilibrer durablement le modèle de croissance en faveur de l'offre, qui ne pourra cette fois pas compter autant que d'habitude sur un effet d'entraînement extérieur. Bien sûr, la Chine pourra se féliciter d'être un des seuls pays capables d'afficher une croissance positive en 2020, mais la crise révèle comme dans la plupart des autres pays certaines fragilités structurelles.

Pour éviter ce piège, la Chine devra peut-être abandonner quelques réflexes d'économie administrée et cibler des catégories d'acteurs qu'elle n'a pas l'habitude d'aider, en particulier tout ce secteur des services qui s'est développé en dehors des modèles de planification. La démonstration de communication orchestrée ces derniers jours ne présage cependant pas un changement en profondeur du modèle.

Les annonces faites s'inscrivent, en effet, dans les mesures de relance traditionnelles : soutien aux

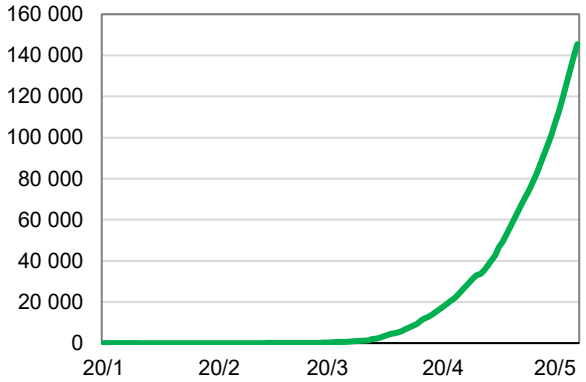
investissements dans les infrastructures et les nouvelles technologies *via* des émissions obligataires réalisées par des collectivités locales, avec un déficit public officiel qui devrait passer de 2,6% à 3,6% du PIB. Ces ordres de grandeur paraissent cependant bien bas par rapport aux milliards de yuans déversés par les banques publiques, qui pourraient se retrouver au bilan de l'État en cas de défauts en série. La Chine avait pourtant fait des efforts pour assainir son secteur bancaire et mettre fin au « *shadow banking* ». La gestion actuelle, ainsi que la levée de certaines obligations réglementaires des banques (reporting des actifs non-performants suspendu) laissent à penser que la Chine pourrait vite retomber dans ses vieux travers en gérant la restructuration des bilans de ses banques publiques de manière peu transparente, s'il devait y avoir de nouvelles vagues de faillites.

En ajoutant un soupçon de risque politique, réactivé par le retour des manifestations hongkongaises, on retrouve la Chine telle qu'on l'avait laissée il y a cinq mois. À la différence près – et elle est de taille – que le monde autour d'elle change, se polarise et se cherche comme dans toute crise des boucs émissaires. Mais même attaquée, la Chine résiste et campe sur ses positions et ses chiffres. Preuve qu'il en va des tensions géopolitiques comme des crises sanitaires, et que partout dans le monde les masques ne sont pas près de tomber.

☞ Inde : inquiétudes à l'heure du déconfinement

Toujours officiellement confinée jusqu'au 31 mai, l'Inde enregistre pourtant une hausse de plus en plus rapide des nouveaux cas de Covid-19. Et, de l'avis des experts, le pic de l'épidémie n'a pas encore été atteint. Plusieurs facteurs expliquent cette accélération : l'assouplissement des mesures de confinement dans certains États, la reprise partielle du trafic ferroviaire et aérien, qui a permis de renvoyer chez eux des millions de travailleurs migrants bloqués dans des villes sans moyens de subsistance et, enfin, la multiplication du nombre de tests de dépistage. La majorité des cas se concentrent dans l'État du Maharashtra, le deuxième plus peuplé du pays.

Inde : nombre de cas



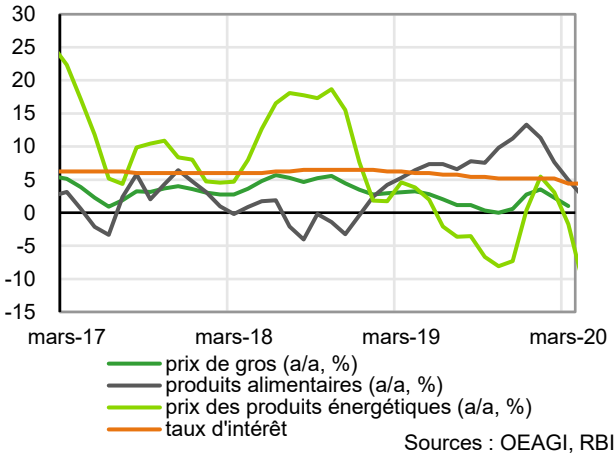
Source : OMS

Malgré le risque sanitaire, la vie va bien devoir reprendre ses droits à partir du 1er juin, dans un pays qui accumule les « cygnes noirs » depuis le début de l'année. Après le coronavirus, c'est le typhon Amphan qui a dévasté l'est du pays et des invasions de criquets menacent maintenant les zones agricoles du nord.

Face à tous ces coups du sort, l'Inde apparaît bien désemparée et fragile. Annoncé en grande pompe et après plusieurs semaines d'attente, le plan de sauvetage de l'économie n'a pourtant guère convaincu. Son montant total, 20 000 milliards de roupies (environ 245 milliards d'euros, soit 10% du PIB) paraît conséquent. En réalité, la majorité des financements devrait être distribuée aux entreprises, sous forme de garanties d'État. Les mesures budgétaires destinées à soutenir la demande, *via* l'emploi notamment, ainsi que les aides aux plus démunis sont en revanche quasi-inexistantes.

Comme depuis le début de la crise, l'État s'appuie surtout sur la politique monétaire. Profitant du net ralentissement de l'inflation, la Banque centrale a déjà baissé ses taux de 115 points de base (pb) depuis février, dont 40 pb cette semaine, et s'est lancée dans de vastes opérations de rachats de titres, notamment *corporate*, pour soutenir la liquidité sur le marché. Cette stratégie est toutefois dangereuse. Premièrement, car elle n'aide pas l'économie réelle et donc les agents les plus affectés par la crise, mais aussi car elle vient alimenter un marché bancaire déjà très fragilisé par des hauts taux d'actifs non-performants.

Inde : inflation et taux d'intérêt



Sources : OEAGI, RBI

Du côté de l'économie réelle justement, le chômage atteint déjà 24%. Cela ne veut pas dire grand-chose dans ce pays où l'informalité est reine, sinon justement que le marché du travail informel, qui agit d'habitude comme un filet de sécurité et permet de lisser les cycles du chômage, ne remplit plus son rôle. À travers ce chiffre, c'est donc surtout la montée de la pauvreté parmi les millions de travailleurs laissés sans revenus qui inquiète. Les travailleurs

migrants, échaudés par leur traitement au début du confinement, sont nombreux à déclarer ne pas vouloir retourner en ville. D'autant que le début de la saison des moussons, période habituelle de retour dans les campagnes, approche. La démographie indienne pourrait donc se retrouver durablement affectée. À force de pressions, les entreprises de la construction ont obtenu l'autorisation de redémarrer les chantiers. Certaines usines ont aussi rouvert leurs portes. Trop peu et trop tard pour endiguer la crise sociale qui s'annonce.

Si la classe moyenne urbaine, qui avait permis l'élection du président Modi, semble soutenir sa gestion de la crise, les populations rurales et plus pauvres ont la légitime impression d'être livrées à elles-mêmes. L'Inde paraît de plus en plus divisée, socialement et religieusement. Même si le président Modi a tenu un discours réconciliant à l'égard des communautés musulmanes, l'organisation de la coopération islamique, menée par l'Arabie saoudite et les Émirats Arabes Unis, a dénoncé publiquement le traitement réservé aux musulmans du pays.

Après soixante-huit jours de confinement, l'Inde apparaît comme un des pays les plus fragilisés par la crise. Entre manque de marges de manœuvre budgétaire, gestion approximative de la crise sanitaire et tensions cristallisées entre pouvoir central et État fédéré, le président Modi n'a jamais paru aussi loin de sa promesse de faire du XXIe siècle celui de l'Inde.

☞ Moyen-Orient - Afrique du Nord : les crises successives font évoluer les régimes de change fixe

Les régimes de change des pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord sont, dans leur grande majorité, encore attachés à la référence du dollar américain. Cette politique est historiquement justifiée par le choix des pays producteurs d'hydrocarbures de privilégier la monnaie des échanges mondiaux dans leurs relations commerciales et aussi par le poids passé des États-Unis dans la stabilité de la région. Seuls deux pays du Maghreb (Maroc et Tunisie), dont les économies sont très tournées vers l'Europe, ont des régimes de change où la référence est plutôt l'euro. Pour les pays non producteurs d'hydrocarbures, c'est aussi un gage de stabilité des prix et d'attraction des investissements étrangers.

Ce choix est aussi un choix politique, comme c'est très souvent le cas de régimes très centralisés, voire autoritaires, et à l'économie rentière peu diversifiée. Le régime de change est un contrat social qui prend la forme d'une assurance, donnée aux populations, de promesse de stabilité, d'enrichissement personnel et de protection contre les chocs externes.

Or, les récentes évolutions politiques et économiques de la région mettent à mal ces politiques monétaires.

La première vulnérabilité économique est la chute brutale et rapide des prix du pétrole en 2014 et début 2020 qui a détérioré les soldes budgétaires et les balances courantes des producteurs de pétrole. Ces déséquilibres macro-économiques perdurent en partie depuis cinq années pour les pays du Golfe, habitués à une grande aisance financière passée et se sont traduits par des ponctions sur les réserves en devises, les fonds souverains et surtout par une hausse des dettes publiques. Avec un prix du baril de Brent oscillant autour de 35 dollars, cette tendance va fortement s'accentuer au cours des prochains trimestres. Ils s'interrogent donc sur le maintien de ces régimes de change fixe au dollar américain. L'inquiétude des marchés financiers sur la pérennité de ces régimes de change fixe montera si le prix du pétrole, comme cela semble se produire, reste à un niveau bas pour une durée allongée. Ils prennent acte également des nouveaux risques géopolitiques apparus dans la région et d'une forme de distance opérée par les États-Unis envers ses alliés régionaux traditionnels.

Trois autres pays producteurs moins résistants que les pays du CCG, l'Algérie, l'Irak et la Libye, ont d'ailleurs vu leur parité de change sévèrement dépréciée entre 2013 et 2017 et une nouvelle dépréciation n'est pas exclue à moyen terme, si les déséquilibres ne sont pas corrigés. Oman sera probablement à classer dans cette catégorie, si ses larges déséquilibres qui épuisent ses réserves en devises ne sont pas corrigés.

De son côté, l'Iran est un cas à part, car l'effondrement du change des deniers trimestres est surtout imputable aux tensions politiques, ainsi qu'aux sanctions des États-Unis et à leurs conséquences économiques et sociales dramatiques, accentuées ces dernières semaines par la crise du coronavirus et l'effondrement des prix du pétrole.

La deuxième vulnérabilité économique concerne principalement les pays non producteurs de pétrole, puisqu'il s'agit la volatilité des recettes du tourisme, et peut-être en 2020, la baisse des transferts financiers des émigrés, deux sources essentielles de rentrée de devises. Cette année, la très forte chute des recettes du tourisme va générer des déséquilibres macro-économiques sans doute élevés et devraient peser sur les réserves en devises. L'Égypte et le Maroc, deux pays où ce secteur est essentiel à l'équilibre de la balance des paiements et de son solde courant, ont d'ailleurs fait appel au FMI pour éviter une trop forte déprécation de leurs devises. Leur surévaluation pourrait rendre nécessaire une dépréciation. Il n'est d'ailleurs pas étrange de constater que ces pays fassent l'objet d'une aide du FMI, le Fonds étant plutôt attaché à une souplesse monétaire.

De son côté, le Liban, qui vient de déclarer récemment son défaut souverain et appelle le FMI à l'aide pour éviter une catastrophe économique, a vu sa

devise s'effondrer de plus de 50% sur le marché parallèle, également sous les effets des déficits courants insoutenables et plus financés par la diaspora.

Cas à part dans la région, le régime de change flottant d'Israël est néanmoins assez lié au dollar en raison des soutiens des États-Unis et de la diaspora. Compte tenu d'excédents courants réguliers, la Banque centrale lutte régulièrement contre une appréciation du shekel pour éviter des pertes de compétitivité à l'exportation.

Au total, à moyen terme, le régime de change fixe au dollar semble toujours solide pour la plupart des monnaies des pays du Golfe, malgré la crise actuelle, compte tenu de leur attachement à la stabilité monétaire et de leurs fonds souverains fortement capitalisés.

En revanche, les déséquilibres macro-économiques en forte hausse, les interventions du FMI de plus en plus fréquentes et sa préférence envers les régimes de change flottant, les besoins de diversification des économies encore trop fortement rentières et enfin, des questions géopolitiques plus lourdes sur la prééminence du dollar américain dans les échanges mondiaux, toutes ces signaux devraient favoriser les évolutions futures de ces régimes vers plus de flexibilité.

Moyen-Orient Afrique du Nord : régimes de change

Pays	Devise	Régime de change	Evolutions récentes
Algérie	dinar	fixé référence $	peg glissant rétroactif
Arabie	riyal	fixe réf. USD	-
Bahreïn	dinar	fixe USD	-
EAU	dirham	fixe USD	-
Egypte	livre	de fixe USD à flottant (2016)	peg défendu
Irak	dinar	de facto peg USD	peg glissant rétroactif perturbé
Iran	rial	référence USD	nombreux décrochages
Israël	shekel	flottant	interventions BC contre surévaluation
Jordanie	dinar	fixe USD	si sortie, défaut souverain
Koweït	dinar	peg panier maj USD	-
Liban	livre	"officiel" fixe USD	marché noir à -50% taux légal
Libye	dinar	peg DTS	quasi glissant rétrocatif
Maroc	dirham	peg $ (40%) et € (60%)	sortie bande (2,5%), élargist (+/- 5%)
Oman	rial	fiixe USD	peg en danger à MT
Qatar	riyal	fixe USD	-
Syrie	livre	flottant de facto	très perturbé
Tunisie	dinar	flottant réf €	peg glissant rétroactif
Yemen	riyal	peg glissant réf. USD	assez perturbé

☞ Afrique sub-saharienne : la pandémie de Covid-19 et les baisses de *rating*

Le premier cas de Covid-19 en Afrique est apparu en février 2020. Bien que les pays africains soient dans l'ensemble moins touchés que la plupart des pays développés par l'épidémie, la fragilité des économies sub-sahariennes les rend plus vulnérables à une propagation à grande échelle de la maladie. Comme dans la plupart des pays, cette crise sanitaire va déboucher sur une crise économique, qui se traduira par une récession.

En effet, les mesures prises pour lutter contre la pandémie, telles que la fermeture des frontières réduisant l'activité touristique, affectent durement les économies de la région. De plus, les économies africaines sont victimes de la chute brutale de la croissance du PIB de leurs principaux partenaires commerciaux (particulièrement la Chine, la zone euro et les États-Unis) ; ce qui affecte la demande mondiale et donc les exportations. Selon la Cnuced, la baisse des prix des matières premières est de 37% en glissement annuel au 25 mars 2020 dans leur globalité. Puis, la hausse des prix des denrées alimentaires pourrait conduire à une crise alimentaire, en raison d'une contraction de la production agricole. Cette situation peut également amener à la destruction de nombreux emplois. Celle-ci est estimée à 20 millions selon l'Union africaine.

Selon la Banque mondiale, l'Afrique du Sud, l'Angola et le Nigeria seront les pays les plus touchés par la crise sanitaire, avec des contractions prévisibles de leur PIB de 6 à 7%.

L'Afrique du Sud, qui est la première puissance industrielle du continent, souffrant de récession

depuis le début de l'année subit les conséquences de l'interdiction de voyager, ce qui a mis le tourisme et le trafic au point mort. Cette crise du secteur touristique va se répercuter sur tous les autres secteurs : alimentation, banques, transports, culture.

L'Angola, producteur de pétrole en crise depuis la chute des cours en 2014, devrait voir ses maux aggravés en raison de la baisse du cours de l'or noir.

Quant au Nigeria, premier producteur de pétrole de la région, son économie va également être affectée par la baisse du cours du baril. Le FMI a anticipé une contraction de 3,4% de la croissance du PIB.

Ainsi, la Banque mondiale prévoit que la croissance de l'Afrique sub-saharienne devrait chuter dans une fourchette comprise entre -2,1% et -5,1% en 2020. Quant à la Banque africaine de développement (BAD) qui est moins pessimiste, elle estime une récession entre -0,7% et -2,8%.

Depuis le début de la pandémie de Covid-19, dix pays africains ont été dégradés par les agences de *rating* : Angola, Botswana, Cameroun, Cap-Vert, République démocratique du Congo, Gabon, Nigéria, Afrique du Sud, Maurice et Zambie.

À titre d'exemple, Moody's a revu sa note de *rating* pour l'Afrique du Sud, car elle estime que la dette publique de 62,2% devrait atteindre 91% du PIB d'ici à 2023, celle-ci est de plus accompagnée d'une croissance du PIB faible. Le Nigeria a également été dégradé par S&P de B à B- le 26 mars. En effet, la crise sanitaire augmente le risque de déficit budgétaire, en raison de la baisse du cours du pétrole.

La crise économique provoquée par la pandémie du Covid-19 sur la région affecte gravement les recettes et les budgets publics des pays, ce qui réduit leur capacité financière à rembourser leurs dettes. L'agence de notation S&P estime que, sur les vingt-deux États africains, quatre pays qui figurent dans la catégorie CCC sont les plus vulnérables à la conjoncture internationale et risquent d'avoir beaucoup de difficultés à faire face à leurs dettes privées. Ce sont l'Angola, le Mozambique, la RDC et la Zambie.

Pays	Agences		Rating	Date
Afrique du Sud	S	↓	BB-	avr.-20
Angola	S	↓	CCC+	mars-20
Botswana	S	↓	BBB+	mars-20
Cameroun	S	↓	B-	avr.-20
Cap-Vert	F	↓	B-	avr.-20
Rép. Démocratique Congo	F	↓	BB-	mai-20
Gabon	F	↓	CCC	avr.-20
Nigeria	S	↓	B-	mars-20
Maurice	M	↓	Baa1	avr.-20
Zambie	M	↓	CCC	févr.-20

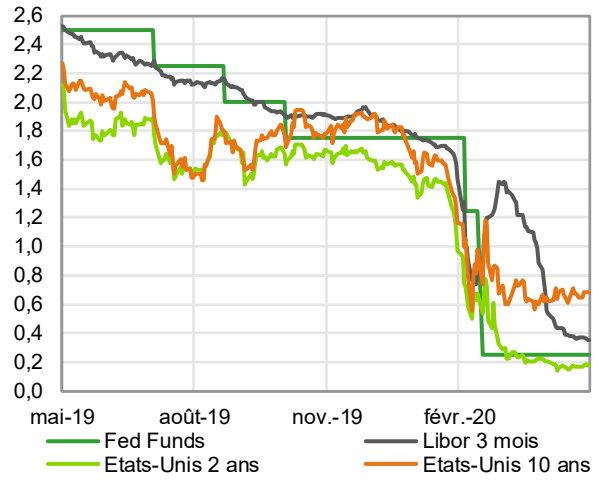
Sources et Légende: Moodys =M, Fitch=F, Standard&Poors=S

☑ **Notre opinion –** *Dans ce contexte international de coopération dégradée, l'Afrique sub-saharienne devra affronter sa dépendance quasi-totale envers les médicaments et les équipements de santé, face à une compétition mondiale féroce pour l'accès à ces produits. Alors que les pays d'Afrique sub-saharienne sont déjà préoccupés par leurs propres défis structurels et la lutte contre la pandémie, la région doit également faire face à une montée en stigmatisation contre le Covid-19.*

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

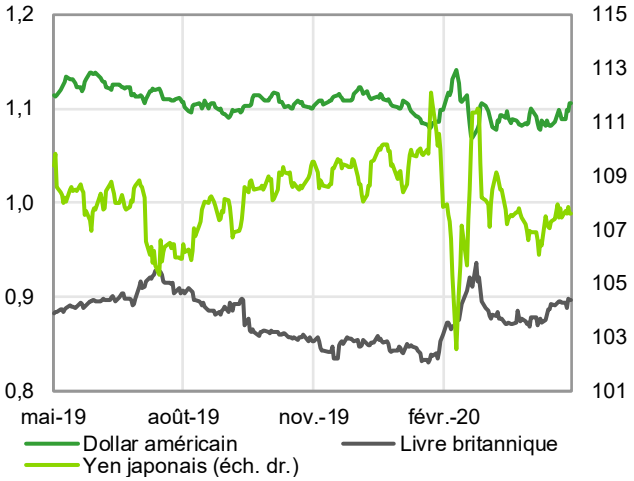
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

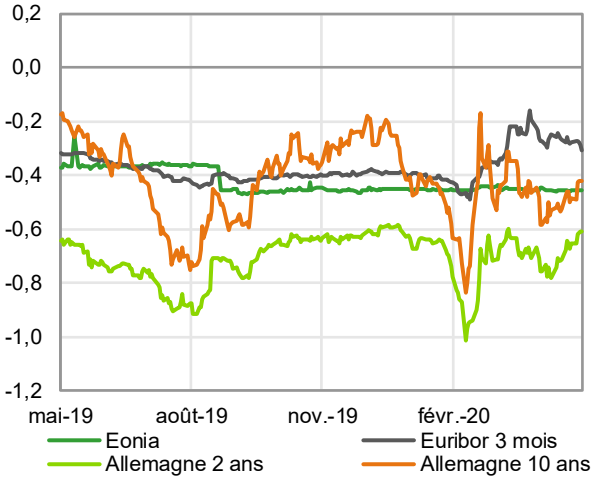
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

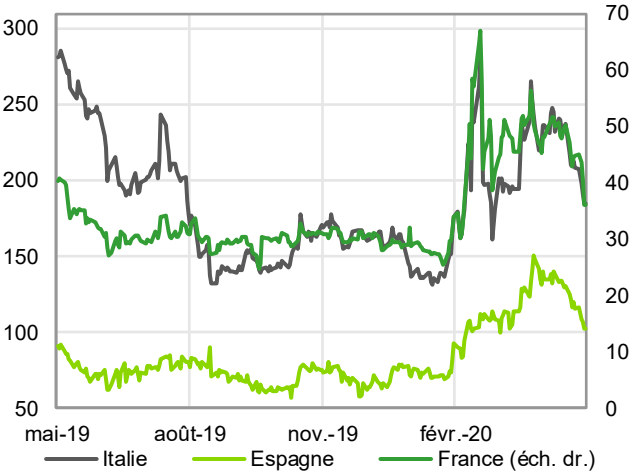
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

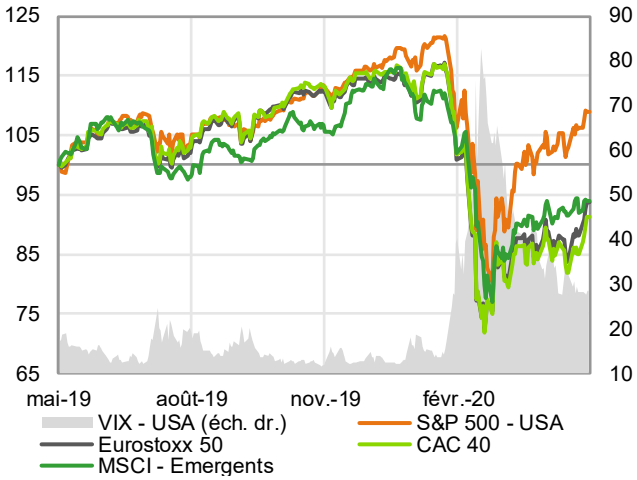
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

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



Source : Thomson Reuters

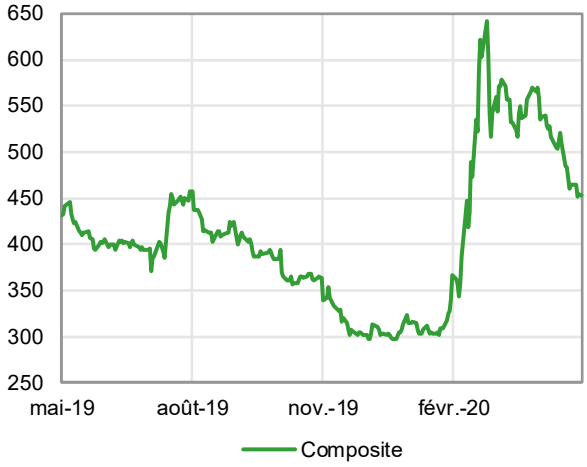
Cours de l'once d'or

USD/Once troy (Londres)

Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

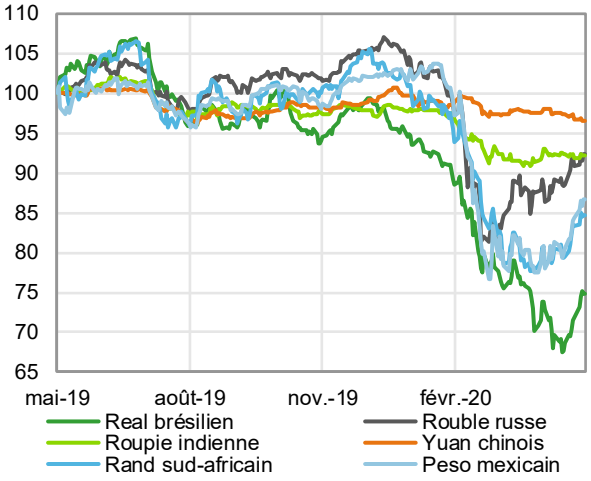
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

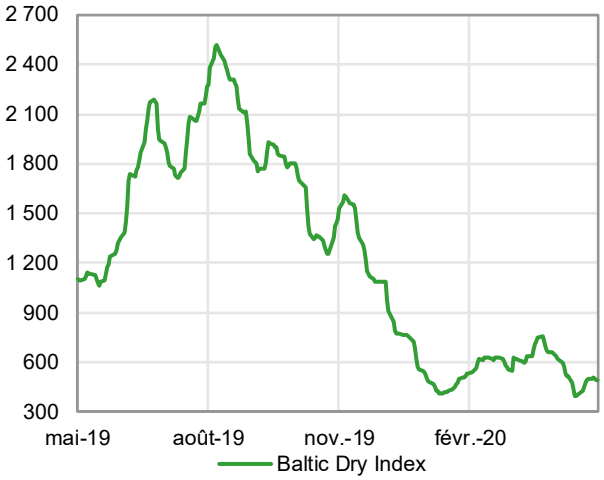
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

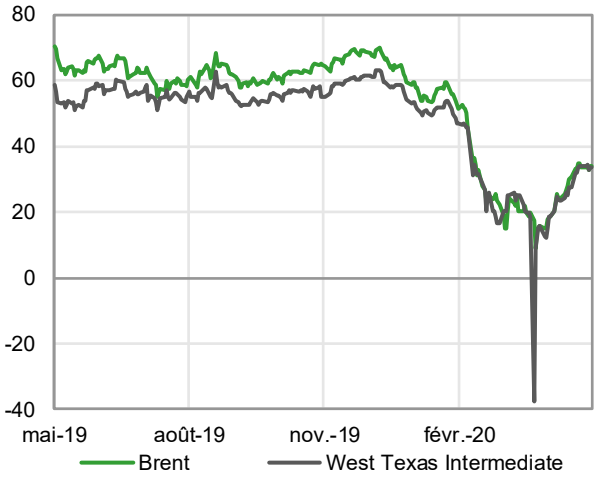
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

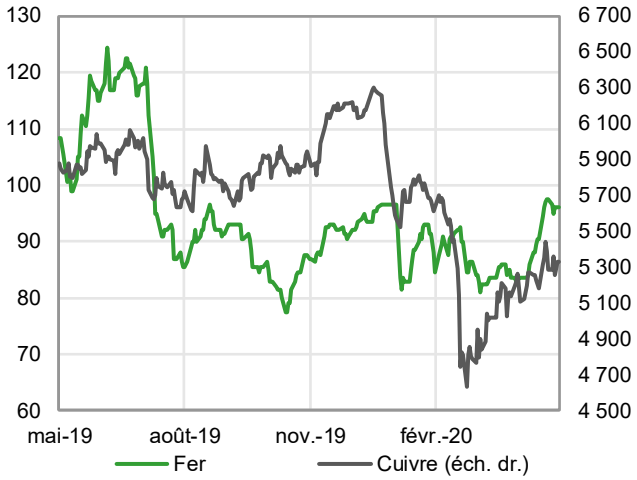
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

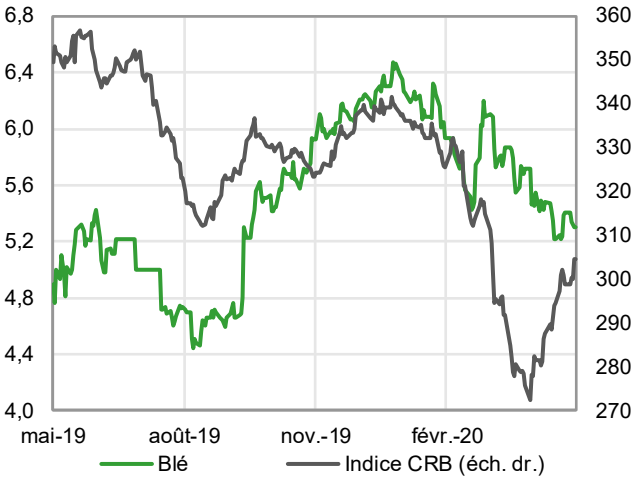
USD/tonne métrique



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
28/05/2020	PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole - Spécial Covid-19 n°8	Agri-agro
27/05/2020	Chine – Rétablir le contrat de confiance	Chine
25/05/2020	Union européenne – L'Europe, enfin ?	Europe
20/05/2020	Moyen-Orient - Afrique du Nord : quels effets aura la crise sur les balances des paiements ?	Pays émergents
20/05/2020	Zone euro – Conjoncture : flash PIB au T1 2020	Europe
19/05/2020	Espagne – Spécial Covid-19 : le temps de la désescalade	Espagne
19/05/2020	Royaume-Uni – Conjoncture : le PIB baisse de 2% au T1 2020	Royaume-Uni
19/05/2020	Chine – Comment réconcilier offre et demande, ou le dialogue impossible de Keynes et Say	Chine
19/05/2020	France – Santé Covid-19 : tendances semaine du 11 au 17 mai 2020	France, sectoriel
18/05/2020	Allemagne – Conjoncture : flash PIB au T1 2020	Allemagne
18/05/2020	L'OBSERVATOIRE financier des Entreprises Agroalimentaires	Agri-agro
18/05/2020	UE – Karlsruhe versus Luxembourg : pas si simple	Europe

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE
Rédacteur en chef : Armelle SARDA

Zone euro : Pierre BENADJAOUD, Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE, Paola MONPERRUS-VERONI, Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS
Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves : Slavena NAZAROVA
Europe centrale et orientale, Asie centrale : Tania SOLLOGOUB, Ada ZAN
Asie : Sophie WIEVIORKA
Amérique latine : Catherine LEBOUGRE
Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC
Afrique sub-saharienne : Olivier LE CABELLEC

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU
Statistiques : Robin MOURIER
Réalisation et Secrétariat de rédaction : Véronique CHAMPION – Fabienne PESTY

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

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : https://etudes-economiques.credit-agricole.com/

Application Etudes ECO disponible sur l'App store & sur Google Play

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.