

BAROMÈTRE
RISQUES PAYS
& SECTORIELS
1^{er} TRIMESTRE 2020

Par les
économistes
du Groupe
Coface

COVID-19 : vers une montée soudaine et mondiale des défaillances d'entreprises

Dans le précédent baromètre trimestriel Coface publié le 4 février dernier, nous anticipions que les principaux risques pour l'économie mondiale en 2020 seraient paradoxalement non-économiques. Dans cette catégorie, nous incluons les risques politiques et environnementaux. Trois mois plus tard, c'est un autre risque non économique qui fait basculer l'économie mondiale en récession. L'épidémie de COVID-19 en Chine, affectant initialement un nombre limité de chaînes de valeurs, s'est transformée en pandémie nécessitant le confinement de plus de la moitié de la population mondiale dans plus de 50 pays. Pour les entreprises, cette mesure soudaine prise par les gouvernements pour endiguer son expansion, représente un double choc d'offre et de demande touchant un grand nombre de secteurs d'activité. Le caractère unique de cette crise rend les comparaisons avec les précédentes inutiles, celles-ci ayant une origine financière (crise mondiale du crédit de 2008-2009, grande dépression de 1929).

Dans ce contexte, la question n'est plus de savoir quels seront les pays et secteurs d'activité affectés par ce choc, mais plutôt ceux (rares) qui seront épargnés. Parmi ces derniers figurent, par exemple, le secteur pharmaceutique et, dans une moindre mesure,

l'agroalimentaire. Alors que l'économie mondiale devrait connaître sa première récession depuis 2009 cette année (-1,3 % après +2,5 % en 2019), 68 pays devraient être en récession dans le monde, contre seulement 11 l'année dernière. Le volume des échanges internationaux baissera pour la 2^e année consécutive (commerce mondial en recul de 4,3 % cette année en volume, après -0,4 % en 2019). Le risque de crédit des entreprises sera en très forte hausse et Coface prévoit que les défaillances d'entreprises augmenteront de 25 % dans le monde (contre seulement +2 % prévu en janvier dernier). Ce serait, de très loin, la plus forte hausse depuis 2009 (+29 %), quand bien même l'activité économique redémarrerait graduellement dès le 3^e trimestre et qu'il n'y aurait pas de deuxième vague épidémique au second semestre. Cette tendance toucherait à la fois les États-Unis (+39 %) et toutes les principales économies d'Europe de l'Ouest (+18 %) : Allemagne (+11 %), France (+15 %), Royaume-Uni (+33 %), Italie (+18 %) et Espagne (+22 %). Le choc pourrait être encore plus violent dans les économies émergentes : outre la gestion de la pandémie qui s'annonce plus difficile, ils font en effet face à la chute des cours du pétrole ainsi qu'à quatre fois plus de sorties de capitaux qu'en 2008. Enfin, la pandémie devrait aussi avoir de nombreuses suites politiques, la plus évidente à court terme étant l'exacerbation des tensions géopolitiques existantes.

D'une crise sanitaire...

Les données de propagation de la pandémie par pays constituent une information indispensable pour établir un ou plusieurs scénarios économiques, même si leur degré de fiabilité dépend de la fréquence de tests effectués dans la population, de la qualité du système de remontée des données dans chaque pays, ainsi que de la transparence des autorités locales. L'Université de Johns Hopkins aux États-Unis fait figure de référence en matière de compilation de ces données.

L'analyse de leur évolution met en exergue plusieurs étapes dans la propagation de la pandémie. D'abord, le rythme de propagation du virus augmente de manière exponentielle, le taux de propagation (appelé RO, c'est-à-dire le nombre de personnes contaminées par chaque personne affectée par le virus), s'établissant à un niveau élevé compris entre 2 et 3 dans le cas de COVID-19. Lorsque la population commence à être alertée du risque encouru, la croissance du nombre de nouveaux cas connus devient linéaire, tout en étant forte (environ un tiers de plus quotidiennement, si bien que le nombre de personnes affectées double tous les trois jours). Ensuite, le gouvernement prend des mesures visant à ralentir cette propagation, le succès de cette stratégie dépendant, dans la plupart des cas, du degré de rigueur adopté dans la limitation des contacts entre personnes.

En effet, d'après les modèles de propagation d'épidémie, le degré de propagation (RO) est le produit de trois facteurs :

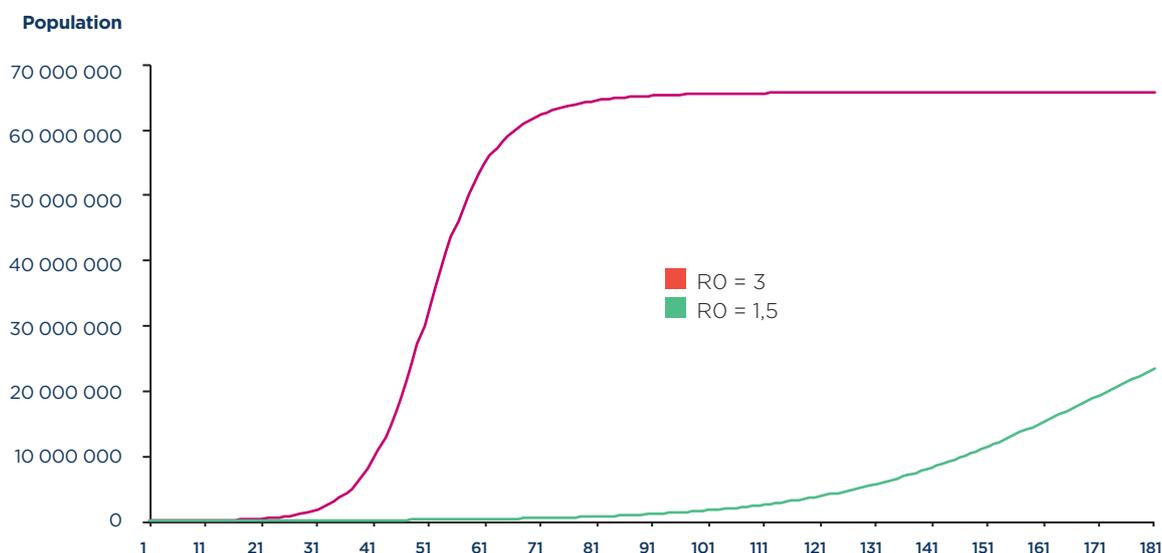
- Le nombre de contacts quotidiens d'une personne affectée avec d'autres personnes ;
- La probabilité qu'un contact d'une personne affectée par le virus avec une autre non affectée affecte celle-ci ;
- La durée de la maladie en nombre de jours.

Avec un RO égal à trois et sans aucune action des autorités pour freiner l'expansion, la quasi-totalité de la population est affectée en l'espace de deux mois (voir **Graphique 1(a)** dans le cas de la France). Diviser ce degré de propagation par 2 (RO = 1,5), par exemple, si chaque personne réduit de moitié le nombre quotidien de ses contacts interpersonnels, est appréciable mais insuffisant : encore près de la moitié de la population est contaminée en six mois. Pour endiguer l'épidémie, RO doit être inférieur à 1. Une fois descendu sous ce seuil, le nombre de personnes supplémentaires affectées baisse à un rythme aussi rapide qu'il a augmenté en phase de propagation.

À la fin du mois de mars, un nombre restreint de pays avait atteint cette phase de reflux de l'épidémie. Ils sont quasiment tous en Asie (voir **Encadré 1**). Ailleurs dans le monde, seuls quelques pays d'Europe du Nord semblaient aussi être dans une situation similaire : la Norvège, grâce à des mesures de confinement prises tôt, et la Suède, malgré des mesures de confinement beaucoup moins strictes.

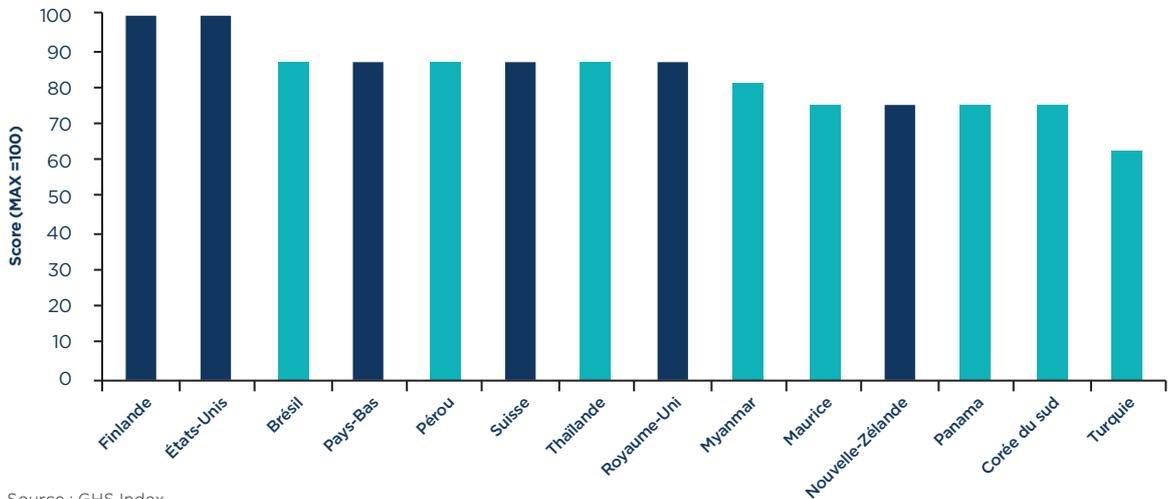
En octobre 2019, le Centre for Health Security de la Johns Hopkins Bloomberg School of Public Health, Nuclear Threat Initiative et l'Economist Intelligence Unit ont publié leur indice mondial de sécurité sanitaire (GHS) pour 195 pays. Les données de l'indice GHS sont tirées de sources de données accessibles au public provenant de chaque pays et d'organisations internationales, ainsi que d'un éventail de sources supplémentaires, notamment des informations publiées par les gouvernements. Parmi de nombreux indicateurs, la planification de la préparation et de la réponse à l'urgence des pays (comprenant le plan national d'intervention d'urgence pour les maladies à potentiel pandémique), ainsi que la réaction à l'urgence (lien entre les autorités de santé et de sécurité publiques, les exercices pour le Centre des opérations

Graphique 1(a) :
Modèle de propagation du COVID-19 pour la France



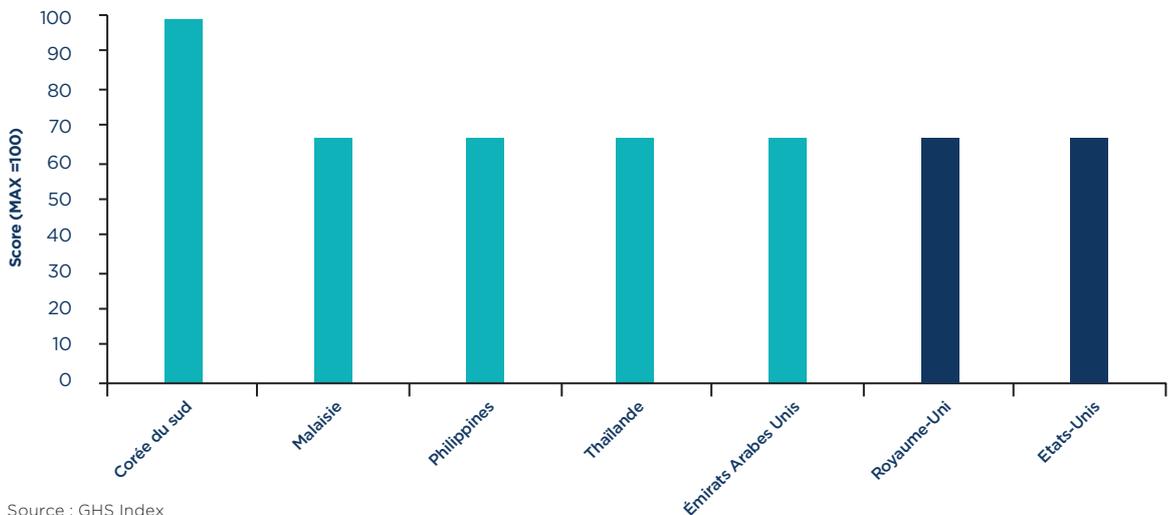
Jours

Graphique 1(b) :
Planification de la préparation et de la réponse à l'urgence
(pays au score au-dessus de la moyenne)



Source : GHS Index

Graphique 1(c) :
Réaction à l'urgence
(pays au score supérieur à la moyenne)



Source : GHS Index

d'urgence, etc.) semblent particulièrement pertinentes dans la situation pandémique actuelle pour qualifier les capacités des pays à répondre aux urgences de santé publique. Ils montrent que les pays émergents, en particulier ceux d'Asie de l'Est, sont bien représentés, alors que seuls quelques pays avancés parviennent à dépasser la moyenne (voir **Graphiques 1(b) et 1(c)**).

Dans ce contexte, il est raisonnable d'anticiper que les confinements mis en place à des degrés divers en Europe seront levés progressivement au cours du 2^e trimestre. Il s'en suivrait de moindres restrictions de déplacements et de rassemblements, mais sans pour autant revenir à la situation initiale. La réalisation de politiques de tests de dépistage

beaucoup plus nombreux dans les pays qui en faisaient peu avant le confinement, accompagné de la conservation de certaines mesures de distanciation sociale ainsi que de la possible arrivée de médicaments anti-viraux efficaces (en attendant un vaccin possiblement en 2021), permettrait un redémarrage très progressif de l'économie.

Toutefois, le degré d'incertitude est extrêmement élevé, et un deuxième scénario, dans lequel une deuxième vague de contagion surviendrait dès le second semestre cette année, est possible. Avec toutes les limites de l'exercice, les prévisions présentées ci-après se basent sur le premier scénario.

Encadré 1 :

Quelle sera la durée du confinement ? Leçons d'Asie

Selon les données compilées par l'Université Johns Hopkins (JHU) au 31 mars, il y avait 82 198 cas confirmés en Chine (même si des doutes existent quant à la fiabilité de ces données en Chine), dont 75 916 sont déjà rétablis. Cela signifie que la Chine compte 6 282 cas actifs - mais comment? La Chine a été le premier pays à imposer des mesures de distanciation sociale, à commencer par la capitale provinciale du Hubei et épicerie de l'épidémie, Wuhan, le 23 janvier. Celles-ci ont rapidement été étendues pour couvrir les 60 millions d'habitants de la province du Hubei le 13 février. D'autres parties du pays ont emboîté le pas, mettant en œuvre des mesures similaires avec divers degrés d'intensité dans les jours suivants. Malgré les critiques initiales envers les mesures draconiennes de la Chine, de nombreux autres pays ont dû recourir à des moyens similaires pour contrôler la propagation du virus dans leurs économies nationales. Plus important encore, le confinement est perçu comme le moyen ayant empêché une épidémie plus grave dans le pays le plus peuplé du monde, ce qui aurait été désastreux pour l'économie mondiale. Le 27 mars, Wuhan a levé son verrouillage et le transport a repris, permettant aux résidents de quitter la ville en utilisant un code vert (afin de surveiller le niveau de contagion, les autorités attribuent aux individus un QR code de couleur figurant sur leurs téléphones portables. La couleur verte permet de circuler, alors que les couleurs orange et rouge signifient que l'individu possède un risque élevé de contagion) similaire à celui des autres résidents de la province.

Le défi pour la Chine sera d'éviter une deuxième vague d'infections alors que le pays reprend progressivement ses opérations. Selon les chiffres officiels, le pays opère à 75 % de ses capacités par rapport aux niveaux normaux, d'avant le début de l'épidémie de COVID-19. Il existe certaines différences selon la taille de l'entreprise, les grandes entreprises enregistrant des taux plus élevés (80,1 %) que les petites et moyennes entreprises (71 %), qui, en Chine, représentent la majeure partie de l'emploi. De plus, bien que de nombreuses entreprises aient rouvert, elles pourraient être confrontées à des pénuries de main-d'œuvre. Selon les données compilées par Baidu, qui utilise les données de triangulation des utilisateurs de téléphones mobiles pour déterminer un indice d'intensité de migration, le flux de personnes vers les villes après la pause du Nouvel An chinois a été extrêmement faible par rapport à la même période de l'année dernière. Outre les périodes d'auto-quarantaine obligatoires pour les déplacements entre les provinces, cela signifie qu'il faudra peut-être encore quelques semaines avant que les entreprises puissent reprendre leurs activités normales.

La Corée du Sud a eu une approche différente pour contenir le virus. En plus de réduire les vols entrants et d'imposer des quarantaines obligatoires aux voyageurs, Séoul a déployé un programme public massif de détection en réponse à une grave épidémie dans la quatrième plus grande ville du pays, Daegu. Les autorités ont essayé de tester toute personne susceptible d'avoir été exposée au virus, asymptomatique ou non. Plus de 210 000 tests ont été effectués, jusqu'à 10 000 quotidiennement au pic de l'épidémie en février. Cette approche semble efficace: les chiffres du JHU montrent qu'il y avait 9 661 cas confirmés en Corée du Sud au 31 mars, dont 5 228 étaient déjà guéris (4 433 cas actifs). Tous les nouveaux cas proviennent d'un foyer lié à une secte, car les églises ont repris leurs offices, malgré les règles de distanciation sociale. Plus important encore, le taux de mortalité est resté inférieur à 1 %, ce qui est cohérent avec les observations dans d'autres pays ayant mis en place des tests préventifs (par exemple, l'Allemagne et la Suisse)¹. Une théorie pourrait être que les tests permettent aux porteurs d'être détectés très tôt, les incitant à s'auto-isoler, empêchant ainsi qu'ils ne contaminent d'autres personnes, alors que beaucoup sont asymptomatiques, ce qui n'incite pas à la prudence. En effet, si la maladie est quasiment asymptomatique dans de nombreux cas, elle peut entraîner, chez certains, une grave réaction inflammatoire causée par une tempête de cytokines dans les poumons vers le neuvième jour. La détection et la prévention en amont peuvent éviter de submerger les services de santé et réduire les risques pour le personnel médical.

Enfin et surtout, il y a lieu de faire valoir les différences de comportement entre les sociétés confucéennes avancées d'Asie de l'Est (Japon, Hong Kong, Singapour, Corée du Sud et Taïwan) et d'autres parties du monde. Les populations de ces pays ont été très sensibles aux premiers signaux d'alerte émis par leurs gouvernements. Un article récent de l'Imperial College² montre une corrélation positive entre les mesures de distanciation sociale (souvent consenties, dans cette région) et un taux de reproduction du COVID-19 plus faible. Il est intéressant de noter que les économies d'Asie de l'Est où ont été mises en œuvre des formes modérées de distanciation sociale, ainsi que d'autres mesures d'hygiène et de prévention, ont pu maintenir des niveaux d'activité économique intermédiaires sans provoquer une épidémie de forte envergure. Un bon exemple de ce type de mesure de prévention est l'utilisation quasi obligatoire de masques chirurgicaux pour sortir. Contrairement à l'Europe et à l'Amérique du Nord, les économies d'Asie de l'Est ont connu le SRAS en 2003, et les populations peuvent avoir été plus volontaires (et diligentes) dans le déploiement de ces mesures.

1 Financial Times (March 11, 2020). Coronavirus testing: how are the hardest-hit countries responding? <https://www.ft.com/content/dd416102-5d20-11ea-b0ab-339c2307bcd4>

2 Ainslie, Walters, Fu et al (2020). Evidence of initial success for China exiting COVID-19 social distancing policy after achieving containment. Imperial College London. <https://www.imperial.ac.uk/media/imperial-college/medicine/sph/ide/gida-fellowships/Imperial-College-COVID19-Exiting-Social-Distancing-24-03-2020.pdf>

...à une crise économique à travers un double choc d'offre et de demande

Les confinements se traduisent par un choc d'offre jamais observé lors des précédentes grandes crises (grande dépression de 1929 et crise mondiale du crédit de 2008-2009) dont la nature était très différente : elles étaient, d'abord, des crises financières ayant, dans un deuxième temps, des conséquences sur l'activité réelle. Cette fois-ci, le choc initial concerne l'économie réelle : de nombreuses activités sont pénalisées car 1) elles doivent fermer en raison du confinement empêchant les gens de se rendre sur leur lieu de travail et/ou de consommer ; 2) elles sont touchées indirectement par ce choc d'offre à travers les ruptures de chaînes d'approvisionnement en biens intermédiaires du fait de la mise à l'arrêt de l'activité chez les fournisseurs et en raison des problèmes de transport (voir ci-dessous développement sur le commerce mondial). Les entreprises les plus touchées par ce choc d'offre à travers les ruptures de chaînes d'approvisionnement en biens intermédiaires du fait de la mise à l'arrêt de l'activité chez les fournisseurs et en raison des problèmes de transport (voir ci-dessous développement sur le commerce mondial). Les entreprises les plus touchées par ce choc d'offre et de demande sont, en premier lieu, de services liés au tourisme (secteur pour lequel l'ONU anticipe une baisse d'activité de 20 % dans le monde cette année, contre « seulement » -4 % en 2009), comme l'hôtellerie, la restauration (les données du site Bookings.com indiquaient le 25 mars dernier des réservations de restaurants en baisse de quasiment 100 % au niveau mondial), les loisirs (musées, parcs d'attraction, manifestations sportives). Sans oublier les transports, en particulier l'aérien : l'Organisation internationale du transport aérien (IATA) indique que l'épidémie pourrait coûter au marché aérien entre 11 % (63 milliards de dollars américains, USD) et 19 % (113 milliards d'USD) des revenus passagers cette année³. Quasiment tous les segments de la distribution spécialisée (comme l'habillement ou encore l'électronique) sont aussi touchés, malgré le soutien du e-commerce. D'autres secteurs de services devraient en revanche être beaucoup moins affectés (comme les télécommunications, l'eau, l'assainissement).

La plupart des filières manufacturières sont, elles aussi, directement affectées par les mesures de confinement, l'industrie agro-alimentaire faisant

figure d'exception. Hors agro-alimentaire, en France, seulement la moitié de l'activité manufacturière serait maintenue en période de confinement d'après l'INSEE. Dans le cas de la construction, près de 90 % des chantiers étaient arrêtés dans ce même pays à la suite de l'entrée en vigueur de cette mesure contraignante (voir **Tableau 1**). Et dans tous ces secteurs d'activité, les petites entreprises seront, sans surprise, les plus vulnérables.

À ce choc d'offre s'ajoute un choc de demande tout aussi brutal, de nombreuses dépenses de consommation de biens et services étant annulées ou reportées en raison du confinement et de la fermeture obligatoire des commerces non essentiels. Outre cet effet immédiat, l'impact du confinement sur la confiance des ménages est un facteur aggravant. Par exemple, en Allemagne, l'indicateur de référence GfK de confiance des consommateurs a ainsi fortement reculé en mars, sous les effets conjugués du repli de ses diverses composantes : les attentes en matière de revenu, ainsi que la volonté de faire des achats. La baisse des anticipations d'inflation (sans doute liée au recul des cours du pétrole) n'a pas compensé tous ces facteurs négatifs pour le moral des ménages allemands.

Dans cet environnement d'incertitude extrême, les entreprises et les ménages seront aussi enclins à reporter leurs décisions d'investissement, et les premières à geler les embauches ou même à licencier du personnel. Le niveau historiquement élevé des demandes d'allocation chômage aux Etats-Unis publiées le 2 avril dernier indique que ce processus s'est d'ailleurs enclenché très rapidement : 10 millions d'américains ont fait une demande d'allocation chômage pour en deux semaines, soit un record depuis 1967, première publication de cette donnée. C'est un niveau plus de dix fois plus élevé que le précédent record (695 000 atteint en 1982). Certes, cette hausse d'ampleur exceptionnelle trouve aussi, en partie, son origine dans l'instauration d'une assurance chômage au niveau fédéral, qui devrait avoir poussé des travailleurs indépendants à faire une demande d'allocation.

Tableau 1 :

Estimation des pertes d'activité et de consommation des ménages liées aux mesures d'endiguement (écart entre l'activité économique estimée pendant la dernière semaine de mars et l'activité d'une semaine « normale »)

	Perte d'activité par rapport à la normale	Consommation des ménages par rapport à la normale
Agriculture/industries agro-alimentaires	-4 %	+6 %
Industrie (hors agro-alimentaire)	-52 %	-60 %
Construction	-89 %	-90 %
Services marchands	-36 %	-33 %
Hors services immobiliers		-56 %
Services immobiliers (loyers, logement,...)		0 %
Services non-marchands	-14 %	-34 %

Source : INSEE, Coface

3 Donnée en date du 5 Mars 2020, IATA spécifie que ce chiffre peut évoluer en fonction de la durée de la crise.

Dans le détail, il est d'ailleurs probable que les employés précaires de la restauration ou encore de l'hôtellerie dans les grandes métropoles aient été les premiers à faire les frais de ces licenciements. Des tendances similaires sont déjà observées au Canada ou encore en Norvège, où le taux de chômage est passé de 2,3 % à 10,4 % de la population active en un mois.

En France, l'étude de l'INSEE, précédemment évoquée, évalue la consommation totale des ménages en période de confinement à 65 % de la normale. Dit autrement, la perte de consommation estimée liée aux mesures d'endiguement s'élève à 35 %. Les biens de consommation durables, comme l'automobile, devraient être parmi les plus pénalisés par ce choc. En Chine, les ventes automobiles ont d'ailleurs baissé de 80 % sur un an en février, alors que l'épidémie était proche de son pic dans le pays. D'autres dépenses, telles que celles de textile-habillement ou encore des produits électroniques, sont aussi susceptibles d'être quasiment réduites à zéro. A l'autre bout de l'échelle, la consommation d'électricité ou d'eau ne devrait pas pâtir de cette nouvelle donne, tandis que celle de produits agro-alimentaires et pharmaceutiques devrait même profiter de cette situation exceptionnelle. En effet, ces deux secteurs sont sauvegardés par les gouvernements, les distributeurs de ces produits étant autorisés à rester ouverts, malgré les mesures de quarantaine, en raison de leur caractère essentiel. La continuité et la pérennité du fonctionnement des chaînes de valeur dans ces secteurs font donc l'objet de toutes les attentions à la fois des gouvernements et des organisations supranationales.

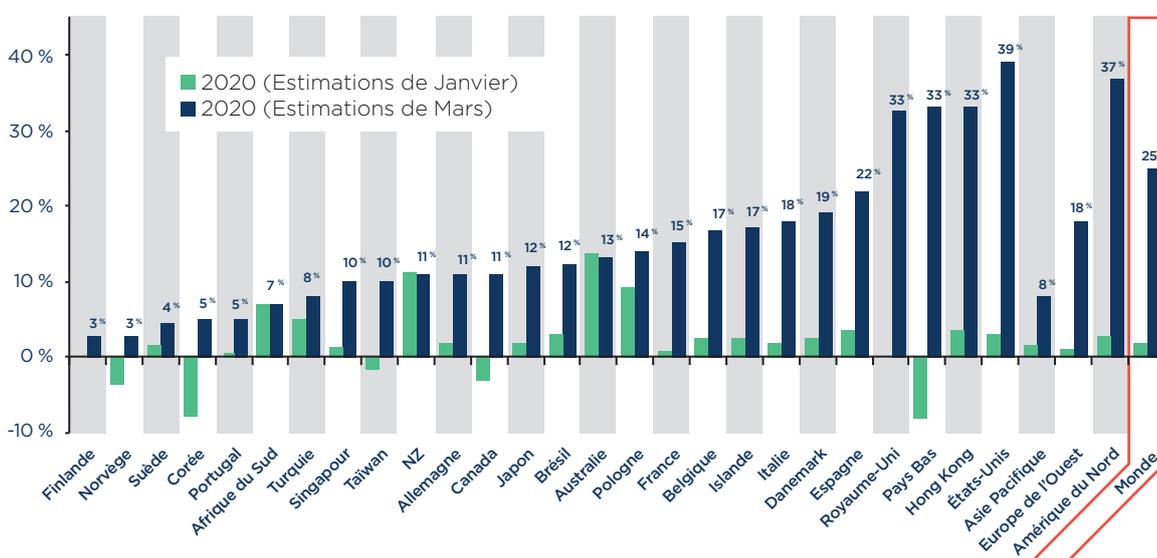
Enfin, le degré de vulnérabilité d'une entreprise à ce choc de demande dépend aussi de la propension du consommateur à reporter l'achat du bien ou du service produit par celle-ci. Ainsi, les pertes de consommation mentionnées ci-dessus ne seront probablement pas rattrapées, une fois le confinement terminé, pour la plupart des activités

de services : si une personne a l'habitude de se rendre au restaurant une fois par semaine en temps normal et qu'elle est privée de cette possibilité temporairement, cela ne signifie pas qu'elle accroîtra sa fréquentation pour compenser, une fois l'interdiction levée. Pour beaucoup d'entreprises de services, les pertes occasionnées sont donc sèches. C'est aussi le cas d'entreprises produisant des combustibles (pétrole pour le transport, charbon...) moins utilisés du fait des baisses de trafic de transport. En revanche, l'achat d'une automobile ou d'un bien immobilier peut être plus facilement reporté. Il en va de même pour les entreprises produisant des matières premières ou des pièces utilisées dans la production de ces biens de consommation durables (métaux pour la construction et l'automobile par exemple). Certains secteurs d'activité sont dans une position intermédiaire (luxe, électronique...).

Quelles prévisions de croissance pour les défaillances d'entreprises et le PIB pour 2020 ?

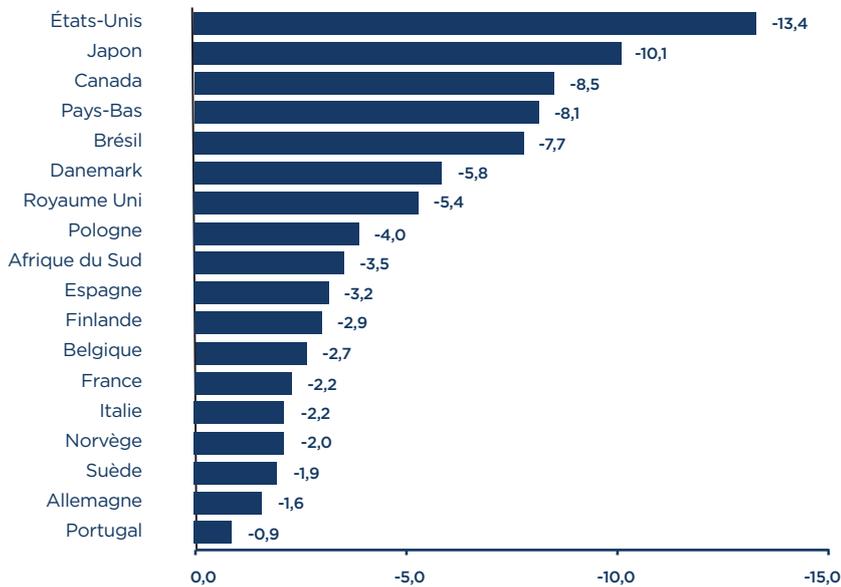
Dans tous les cas, ces arrêts (ou quasi-arrêts) de production et de consommation devraient dégrader la trésorerie et les marges des entreprises, si bien que le nombre de défaillances d'entreprises devrait augmenter fortement. Coface anticipe une hausse de celui-ci de 25 % cette année dans le monde (contre seulement 2 % en 2019 et initialement prévu pour 2020 en janvier dernier, voir **Graphiques 2(a) et 2 (b)**). Si elle est avérée, cette croissance sera la plus forte depuis dix ans (+29 % en 2009), malgré les annonces gouvernementales visant à modifier les procédures de défaillances d'entreprises dans plusieurs pays, afin d'en limiter l'ampleur (comme en France et au Royaume-Uni, par exemple). Aux États-Unis, leur nombre devrait augmenter de 39 %, soit un rythme supérieur à celui de l'Europe de l'ouest (+18 %). Même au Japon, où le nombre de faillites d'entreprises a eu tendance à reculer depuis

Graphique 2(a) :
Évolution annuelle des défaillances d'entreprises par pays
 (en %)



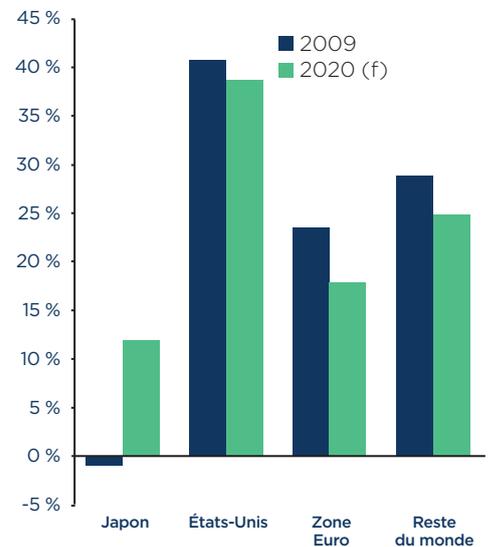
Sources : Coface, données nationales

Graphique 2(b) :
Ratio des prévisions de croissance des défaillances (%) sur les prévisions de croissance du PIB (%)



Sources: Coface, données nationales

Graphique 3 :
Croissance du nombre de défaillances d'entreprises (en %)



Sources : Coface, données nationales

dix ans, malgré une croissance moyenne proche de 0 (0,7 % en moyenne entre 2009 et 2019), une croissance à deux chiffres de la sinistralité des entreprises est désormais attendue (+12 %). En 2009, le nombre de défaillances d'entreprises avait augmenté plus fortement aux États-Unis (+41 %, voir **Graphique 3**) et en zone euro (+24 %), mais moins en Asie (+2 % seulement il y a 11 ans).

Ces prévisions d'évolution du nombre de défaillances d'entreprises par pays sont réalisées grâce à un modèle statistique utilisant les prévisions de croissance du PIB de Coface comme variable explicative des faillites. Ces prévisions de croissance, malgré le degré très élevé d'incertitude souligné ci-dessus, résultent des hypothèses de

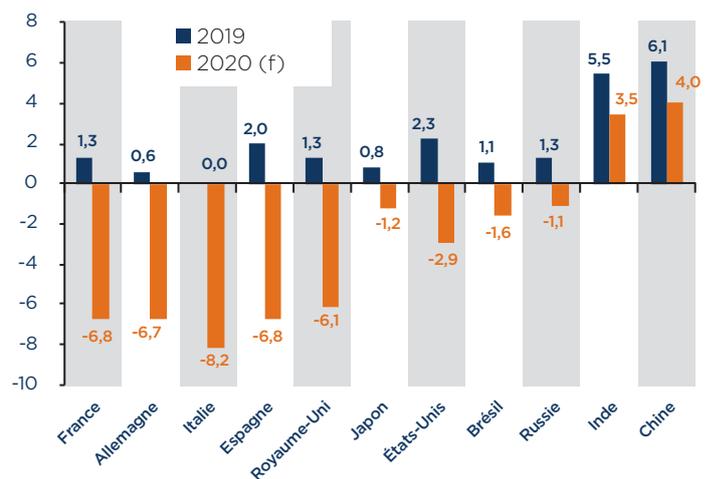
perte estimée de production par secteur d'activité, ainsi que du scénario central d'évolution de la pandémie retenu. Or, même dans ce scénario le plus favorable, la croissance mondiale du PIB serait négative cette année (-1,3 %), pour la première fois depuis 2009 (voir **Graphique 4**). Parmi les principales économies mondiales, les États-Unis (-2,9 %), le Japon (-1,2 %) et la zone euro (-6,2 %) seront en récession (voir **Graphique 5**). Ce serait aussi le cas en Russie, au Brésil, au Mexique et en Afrique du Sud, tandis que la croissance devrait nettement ralentir, tout en restant positive, en Chine et en Inde. Au final, Coface anticipe une croissance négative dans 68 économies cette année, contre seulement 11 en 2019.

Graphique 4 :
Prévision Coface de la croissance du PIB mondial (moyenne annuelle, %)



Sources : FMI, Autorités nationales, Datastream, Coface

Graphique 5 :
Taux de croissance annuel (% PIB)



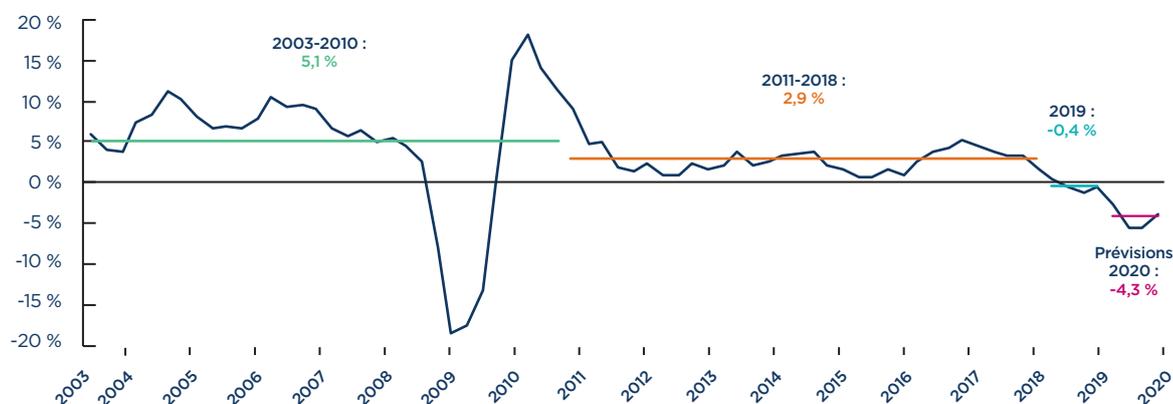
Sources: FMI, Autorités nationales, Datastream, Coface

Récession mondiale, transports à l'arrêt, contrôle accru aux frontières et interrogation sur les chaînes de valeur : les freins au commerce international sont encore plus forts qu'en 2019

Le modèle de prévision de Coface, avec les prix du pétrole (baril de Brent), les coûts du transport maritime (indice Baltic), la confiance des entreprises manufacturières aux États-Unis (indice ISM) et les exportations coréennes comme variables explicatives, indique un recul de 4,3% du commerce mondial en volume en 2020 (voir **Graphique 6**), soit la plus mauvaise performance depuis 2009 et la deuxième année consécutive de baisse (-0,4 % en 2019). Les risques pesant sur cette prévision sont baissiers, dans la mesure où les nombreuses annonces de fermetures de frontière non prises en compte dans ce modèle pourraient accentuer cette baisse. Par exemple, l'Union européenne a décidé le 17 mars de contrôler davantage ses frontières extérieures pour au moins 30 jours afin d'endiguer la pandémie de COVID-19. Certes, ces fermetures de frontières ne s'appliquent qu'aux personnes, tandis que les flux de marchandises ne sont officiellement pas restreints : « *le flux des marchandises vers l'UE doit continuer à garantir l'approvisionnement, notamment des articles*

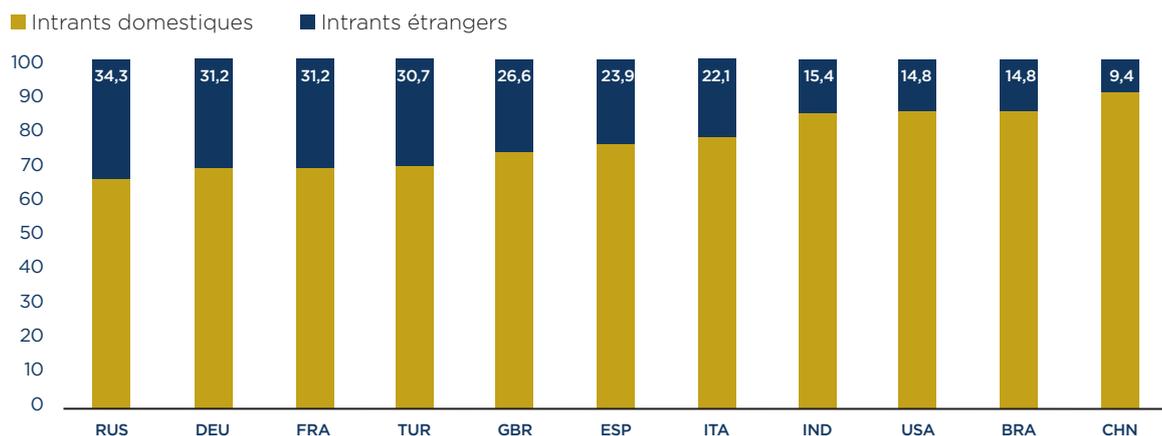
essentiels comme les médicaments, mais aussi de la nourriture et des composants requis pour nos usines » affirmait la présidente de la Commission européenne Ursula Von der Leyen. Cependant, les très grandes difficultés auxquelles est confronté le secteur des transports, notamment aérien, devraient constituer un frein aux échanges (même si le secteur du transport maritime semble un peu mieux résister en ce début d'année, notamment les trajets régionaux), au même titre que les mesures de contrôle de la pandémie qui devraient ralentir la circulation des biens à chacune de ses étapes : transport, dédouanement, stockage et vente. Les fermetures de certaines frontières au sein de l'UE (notamment Espagne, Pologne, Danemark, République tchèque) alors que l'Allemagne, l'Autriche et la Slovaquie ont instauré des contrôles plus stricts à au moins certaines de leurs frontières, et le durcissement de certaines réglementations associées n'arrangeront pas les choses. Cette tendance à la fermeture des frontières n'est d'ailleurs pas spécifique à l'Europe : le premier ministre canadien Justin Trudeau a annoncé le 18 mars la fermeture de la plus longue frontière terrestre mondiale, celle entre son pays et les États-Unis, tout en précisant, là aussi, qu'elle ne concernerait que les personnes et pas les marchandises. En Afrique, la Côte d'Ivoire, le Burkina Faso et le Cameroun ont fermé leurs

Graphique 6 :
Monde: Croissance des volumes d'exportations (% glissement annuel)



Sources : CPB, Datastream, Coface

Graphique 7 :
Répartition des intrants selon leur source



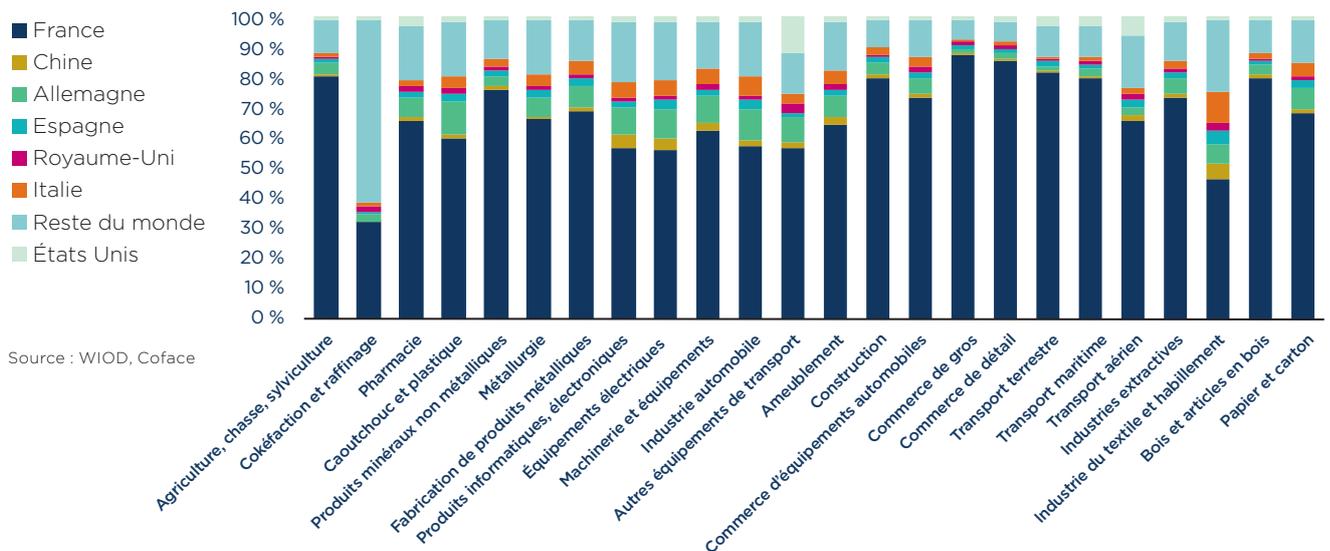
Sources : Coface, WIOD

frontières, et beaucoup d'autres pays ont instauré des restrictions diverses aux déplacements (fermeture de certaines frontières, suspension de liaisons aériennes...) : Nigéria, Sénégal, Maroc, Algérie, Kenya, Ghana ainsi que l'Afrique du Sud. Ailleurs, la Russie, la Pakistan, l'Égypte, l'Australie, la Nouvelle Zélande, le Liban, le Brésil, l'Argentine, le Chili, la Colombie, le Pérou, le Venezuela ou encore la Bolivie sont sur la même ligne.

À plus long terme, la crise du COVID-19 pourrait également avoir des conséquences sur la structure des chaînes mondiales de valeur. Même si la majorité des entreprises des principales économies mondiales restent d'abord dépendantes de leurs fournisseurs locaux (voir **Graphique 7**), la dépendance aux chaînes internationales de production varie beaucoup d'un secteur d'activité à l'autre, comme le montre l'exemple de la France (voir **Graphique 8**)⁴. Sans surprise, près de la moitié des produits intermédiaires

consommés vient de l'étranger dans les secteurs de l'automobile, des équipements électriques ou encore du textile. Si la crise actuelle pourrait inciter des entreprises à réduire cette part pour relocaliser certaines productions, la principale source de vulnérabilité des entreprises, dans le contexte actuel, est leur forte dépendance à un nombre réduit de fournisseurs situés dans quelques ou même un pays. Augmenter leur nombre pour anticiper de possibles ruptures dans les chaînes d'approvisionnement sera donc désormais une priorité pour les entreprises. Or cette diversification des fournisseurs et des pays pourrait à la fois pénaliser les échanges avec certains pays (comme, par exemple, la Chine dans des filières électronique, automobile et textile) au profit d'autres (pays d'Asie du Sud Est pour l'électronique, Turquie, Maroc ou Mexique pour l'automobile). Dit autrement, cette recherche de diversité pourrait modifier la structure des échanges de biens à l'international sans le ralentir davantage.

Graphique 8 :
Répartition des intrants intermédiaires, par pays d'origine, pour les secteurs français



Source : WIOD, Coface

Les marchés ont, enfin, compris que les banques centrales soutiennent sans réserve les économies aux États-Unis et en zone euro

Afin de rendre les verrouillages nationaux supportables pour les entreprises et les ménages, un certain nombre de gouvernements ont annoncé des enveloppes fiscales de grande envergure, comprenant des ensembles de mesures similaires. Pour éviter que le manque de liquidité ne se transforme en insolvabilité pour les entreprises, le paiement des impôts et des cotisations de sécurité sociale sera différé, et des fonds massifs ont été réservés pour être utilisés pour des prêts et des garanties. Les salaires seront

partiellement pris en charge, notamment dans le cadre du chômage partiel dont les règles sont assouplies. Les ménages vulnérables bénéficieront de moratoires sur les remboursements de prêts hypothécaires et le paiement des loyers et des services publics.

Jusqu'à présent, la taille des réponses semble correspondre à l'espace budgétaire disponible dans la zone euro. L'Allemagne se distingue par une impulsion budgétaire de l'ordre de 150 milliards d'euros (4,5 % du PIB), utilisant des marges résultants des années de restriction budgétaire. A lui seul, le programme berlinois de 50 milliards d'euros de subventions directes aux PME est plus important que l'ensemble du programme français et le double de celui de l'Italie. En France, l'extension généralisée des subventions

4 Il convient toutefois de noter que ces données ne tiennent pas compte des effets indirects, par exemple si un fournisseur est local mais son fournisseur est lui-même étranger.

salariales partielles et des reports d'impôts sur les sociétés sont parmi les principaux éléments de l'enveloppe de 45 milliards d'euros (1,9 % du PIB). Ravagées par l'épidémie, mais aussi contraintes par des finances publiques tendues, l'Italie et l'Espagne augmenteront toutes les deux leurs dépenses de 1,4 % du PIB (de 25 et 17 milliards d'euros respectivement).

Au-delà des dépenses immédiates, les États mettent également à disposition des prêts et des garanties d'emprunt, afin de soutenir, pour une durée indéterminée, les entreprises manquant de liquidité. Ces engagements conditionnels ne seront déboursés que si et/ou quand les entreprises font défaut, une partie de la charge étant supportée par le secteur financier. En Italie, le montant promis couvre 43 % des engagements à court terme des entreprises (crédits commerciaux et prêts bancaires d'une durée inférieure à un an). Le chiffre est de 21 % en Espagne (42 % si l'on inclut les 83 milliards d'euros de participation annoncée du secteur privé).

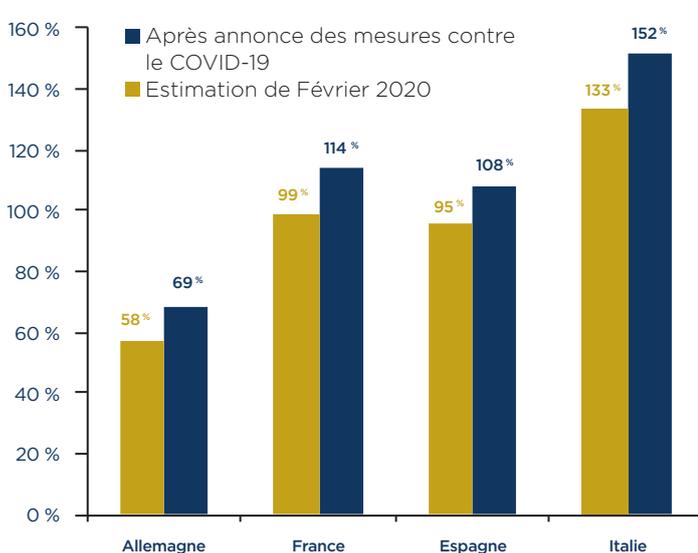
Avec, simultanément, une augmentation des dépenses et une contraction du PIB, les finances publiques seront fortement touchées. En supposant que 10 % des fonds de garantie publique soient sollicités et que les recettes fiscales baissent à hauteur de 1 % du PIB⁵, la dette publique espagnole ou française dépasserait facilement 100 % du PIB, et la dette italienne franchirait le seuil de 150 % (voir **Graphiques 9 et 10**). Compte tenu de la crise sanitaire exceptionnelle, ainsi que du caractère synchronisé et exogène du choc économique en résultant, la Commission européenne a fait preuve d'une flexibilité exceptionnelle. Les règles budgétaires ont été suspendues, et le mécanisme européen de stabilité (avec 410 milliards d'euros de capacité de prêt inutilisée) offrira une facilité de prêt spéciale. Certains voudraient aller plus loin, avec 9 membres de la zone euro (Belgique, France, Italie, Luxembourg, Espagne, Portugal, Grèce, Slovaquie et Irlande) appelant à une émission d'obligations communes (appelées « Eurobonds » ou « Coronabonds »), avec le soutien

de la présidente de la BCE, Christine Lagarde. De telles initiatives se heurteront à la résistance de pays opposés au partage des risques budgétaires, comme l'Allemagne, l'Autriche et les Pays-Bas. Si l'on en juge par les réunions peu concluantes de la fin mars, malgré le consensus derrière le soutien budgétaire total pour vaincre les impacts de la pandémie, le coronavirus pourrait raviver les tensions politiques et mettre à l'épreuve la résilience institutionnelle de la zone euro (voir **Encadré 2**).

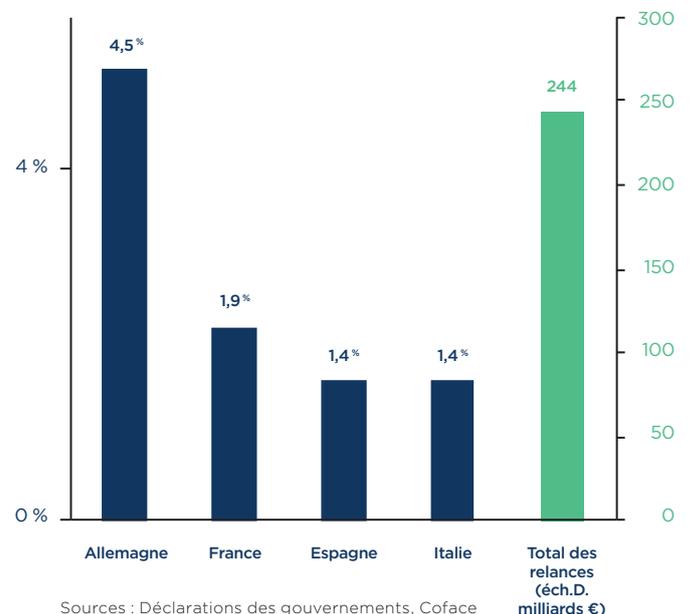
Face à la montée attendue des déficits et dettes publics en zone euro, les taux souverains ont augmenté (jusqu'à +150 points de base environ pour le taux à 10 ans italien), avant que l'ampleur des annonces des banques centrales soit totalement prise en compte par les investisseurs. En effet, les grandes banques centrales ont adopté des mesures d'assouplissement quantitatif sans précédent pour remplir leur rôle de garante de la stabilité financière. En zone euro, l'annonce par la BCE du PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*), un programme d'achats d'actifs supplémentaires de 750 milliards d'euros (en plus de celui de 120 milliards annoncé précédemment) a coïncidé avec une baisse des taux souverains qui ont quasiment retrouvé leur niveau initial d'avant crise à la fin du mois de mars (voir **Encadré 2**).

Même chose aux États-Unis où, au cours des deux dernières semaines de mars, la Réserve fédérale américaine a ainsi augmenté la taille de son bilan d'environ 1100 milliards de dollars (environ 5 % du PIB), soit plus de la moitié du chemin parcouru entre fin 2012 et fin 2014. Cette montée en flèche reflète des achats très importants d'obligations d'État américaines (375 milliards de dollars la semaine du 23 mars, après 275 la précédente). Ainsi, aux États-Unis, comme en zone euro, l'endettement public supplémentaire occasionné par cette crise sera en partie financé par les banques centrales.

Graphique 9 :
Dette publique
(% du PIB)



Graphique 10 :
Relance budgétaire
(% du PIB)



Sources : Déclarations des gouvernements, Coface

⁵ Le ministère des finances de l'Allemagne anticipe une chute des recettes fiscales de 33 milliards d'euro

Encadré 2 :

La Banque Centrale Européenne (BCE) de nouveau en mode gestion de crise

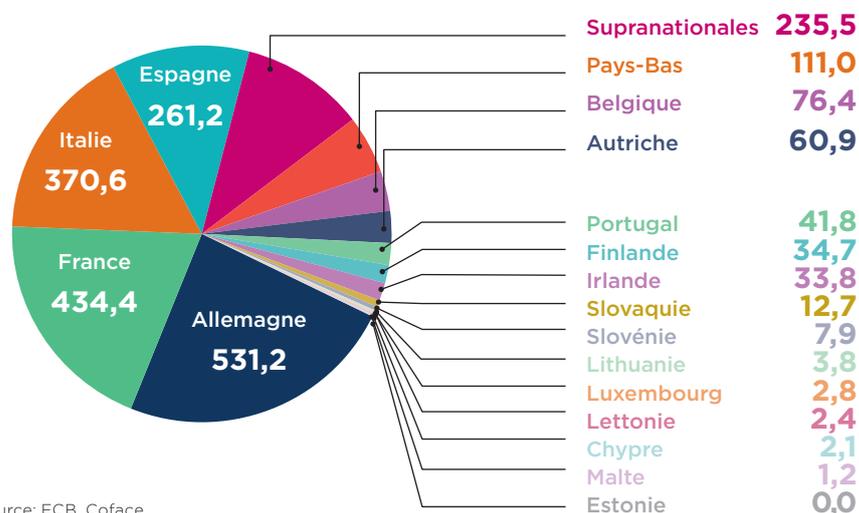
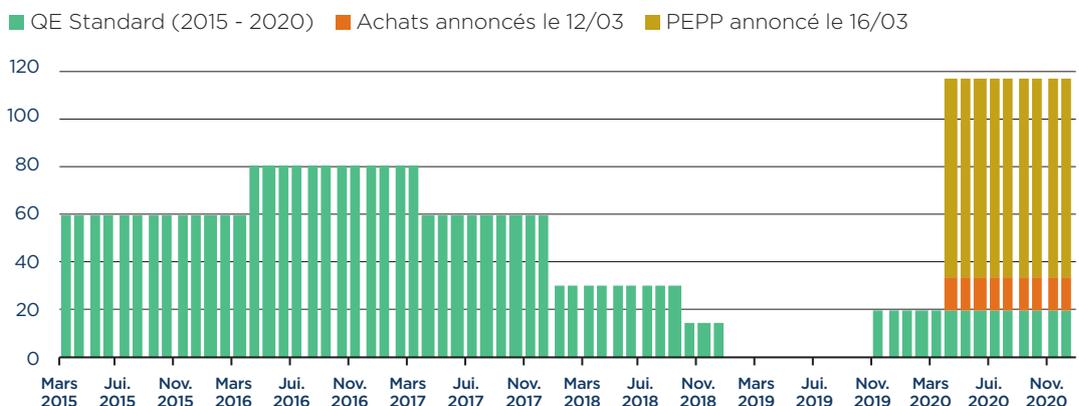
La BCE est de nouveau sur le pied de guerre. Après les mesures de soutien de 2008/09 et les programmes d'assouplissement quantitatif (Quantitative Easing - QE) suite à la crise de la dette européenne entre 2014 et 2018, il n'y aura eu qu'une courte période de « normalité renouvelée » avant le retour de nouvelles mesures extraordinaires visant à absorber le choc du COVID-19. Ces dernières comprennent:

- Des opérations de financement à long terme (LTRO) supplémentaires, à un taux bas de -0,5 % (égal au taux de dépôt), afin de protéger la liquidité du système bancaire et d'empêcher une dynamique de resserrement du crédit vers l'économie réelle, dans laquelle les banques diminuent les prêts, alors que la demande de crédit augmente. La BCE a annoncé de nouvelles conditions pour le nouveau programme TLTRO III, dans lequel le volume de fonds que les banques peuvent emprunter a été augmenté de plus de 1 000 milliards d'euros, pour atteindre un volume total de près de 3 000 milliards

d'euros. Les taux n'ont jamais été aussi favorables, le taux d'emprunt minimum étant fixé à 25 points de base en dessous du taux d'intérêt moyen de la facilité de dépôt (-0,5 %).

- Un élargissement du programme d'achat d'actifs (APP) existant - dans lequel la BCE achète en moyenne 20 milliards d'euros d'actifs par mois - à une enveloppe temporaire d'achats nets d'actifs supplémentaires d'un montant de 120 milliards d'euros, jusqu'à la fin de l'année, avec une forte contribution du secteur privé. L'objectif est d'éviter que les conditions de financement de l'économie ne se resserrent d'une manière pro-cyclique.
- Outre ce premier élargissement de l'APP, la BCE a lancé un nouveau programme temporaire d'achat d'actifs de titres des secteurs privé et public. Le programme d'achat d'urgence en cas de pandémie (*Pandemic Emergency Purchase Programme* - PEPP) dispose d'une enveloppe globale de 750 milliards d'euros. Les achats mensuels seront

Graphique 11 et 12 :
Achats d'actifs mensuels dans les différents programmes QE
(milliards d'euro)



Source: ECB, Coface

donc en moyenne de 116,6 milliards d'euros, le niveau le plus élevé de l'histoire de la BCE (voir **Graphique 11**). Les achats continueront jusqu'à ce que la BCE juge que la crise est passée, mais le PEPP durera jusqu'à fin 2020 dans tous les cas et inclura toutes les catégories d'actifs achetées dans le cadre des programmes existants. Alors que la référence pour les achats de titres du secteur public restera la clé de répartition du capital des banques centrales nationales, les critères d'achat d'actifs publics ont été assouplis pour ce programme, de sorte que la BCE soit autorisée à acheter des obligations d'État grecques. Pour être plus flexible dans le nouveau PEPP, la BCE étend les actifs éligibles du programme d'achat d'obligations émises par les entreprises (*Corporate sector purchase programme* - CSPP) au papier commercial non financier.

La BCE veut montrer qu'elle est prête à faire « tout ce qui est nécessaire » pour soutenir les banques, les gouvernements et les marchés financiers européens, ainsi qu'encaisser l'impact négatif du choc de demande de la crise du COVID-19. Promouvoir la liquidité sur le marché n'est pas une nouveauté et le volume cumulé des nouveaux dispositifs est de l'ordre de grandeur des derniers QE. Cependant, la BCE va plus loin cette fois et met les règles de l'union monétaire européenne sous pression. La BCE a indiqué qu'elle avait encore de la marge de manœuvre et qu'elle verrait ses propres règles si celles-ci empêchaient les instruments de politique économique de fonctionner comme prévu. Par exemple, l'une de ces règles stipule que les achats d'actifs doivent respecter la clé de répartition de son capital (auquel chaque pays participe, en fonction de la part de la population et du PIB de chaque pays dans la zone euro). En l'espèce, la BCE a d'ores et déjà déclaré qu'elle achèterait des actifs de manière flexible, autorisant des écarts mensuels par rapport à la clé de répartition du capital (la moyenne annuelle devant

toujours être équivalente à cette clé, les achats courants peuvent être observés dans le **Graphique 12**). Une autre règle limite les achats de la BCE au maximum à un tiers de la dette d'un pays donné, afin d'empêcher la banque centrale de dissimuler des financements publics. Cette dernière règle est un problème majeur lorsque la BCE élargit ses programmes d'achat tout en réinvestissant dans des actifs d'anciens programmes venant à échéance, car les gouvernements n'émettent pas forcément d'obligations supplémentaires dans le même temps.

Ces dernières années, la part des achats de la BCE s'est approchée de ce seuil pour l'Allemagne et pour certains plus petits pays comme le Portugal. Compte tenu des importantes enveloppes budgétaires prévues par plusieurs pays, ce manque d'obligations éligibles devrait disparaître, en particulier en Allemagne. Cependant, selon les médias, la BCE serait également disposée à ne pas respecter les limites d'achat, voire même à concentrer ses mesures de relance dans les segments où elles sont le plus nécessaires, sans recourir à ses achats d'obligations d'urgence (OMT). Un défi juridique verrait le jour si la BCE suivait cette voie, étant donné que la Cour de justice de l'Union européenne a souligné ces limites (dans un arrêt de 2018), au cas où la BCE violerait une interdiction de financement monétaire. Cela deviendrait un enjeu politique majeur, notamment en Allemagne, où la Cour constitutionnelle délibère encore sur la question (le parti d'extrême droite AfD a été fondé par réaction aux politiques menées pendant la crise de la dette européenne). Par conséquent, la BCE devra potentiellement choisir entre une prévention à court et moyen terme d'une crise économique et la survie à plus long terme de la zone euro dans ses dimensions actuelles. En effet, il est peu probable que l'Allemagne et d'autres pays d'Europe du Nord assistent à une violation des limites sans réagir.

Encadré 3 :

Les remises en cause de l'UE après la crise du COVID-19

La crise du COVID-19 a mis au grand jour des carences de l'Union européenne (et de la zone Euro). Certaines étaient déjà connues auparavant, d'autres ont surgi à cette occasion. De plus, la crise a conduit l'Union européenne à renier plusieurs de ces principes économiques et financiers. Cela laissera des traces et est susceptible de conduire à des remises en cause après la crise.

Parmi les carences déjà connues, on relève notamment l'absence de politique budgétaire commune significative. Le budget actuel de l'Union européenne repose essentiellement sur une fraction de la TVA et les droits de douane et ne représente qu'un peu plus de 1% du revenu européen intérieur. Il est surtout consacré à la politique agricole et aux aides structurelles destinées aux États-membres. Face à la crise, chaque État réagit indépendamment en fonction de ses besoins et de ses capacités budgétaires. Comme lors de la crise de 2008-2009 et celle de l'euro de 2011, l'action collective repose sur la Banque centrale européenne qui, par ailleurs, donne le tempo aux banques centrales indépendantes de l'Union. Parmi les carences apparues, la principale est l'absence de politique sanitaire collective. Les politiques face à l'épidémie ont été surtout nationales.

Des États ont fermé leurs frontières avec les autres États-membres ou établi des contrôles (tout au moins pour les personnes) sans concertation et au mépris des règles prévues par l'Accord de Schengen. D'autres ont interdit l'exportation de matériel sanitaire vers d'autres pays membres. Toutefois, l'Allemagne, le Luxembourg (et la Suisse), relativement moins touchés, ont accepté le transfert de patients en réanimation en provenance de pays aux capacités saturées.

La crise s'accompagne aussi de l'abandon, au moins momentané, de principes économiques et financiers. Ainsi, les objectifs de déficit et de dette publics contenus dans le Pacte de stabilité budgétaire sont supprimés, alors qu'ils seront allégrement dépassés par plusieurs États, qui, pour certains, ne les respectaient déjà pas. La limitation des aides publiques aux entreprises destinée à empêcher les distorsions de concurrence est de facto supprimée avec les aides budgétaires et financières mises en place. Des injections de capital et des nationalisations sont envisagées pour empêcher des faillites. Les instruments déjà existants, pour faire obstacle aux achats hostiles de sociétés européennes devenues des proies faciles suite à l'effondrement des

marchés et considérées comme stratégiques, sont renforcés avec le soutien de la Commission. Les règles déterminant l'insolvabilité sont suspendues ou assouplies dans plusieurs pays. Les États peuvent de nouveau réassurer les assureurs-crédit pour les inciter à maintenir leurs garanties au profit des entreprises.

Cela laissera des traces. Déjà, un débat s'est ouvert sur l'introduction de « Coronabonds » qui seraient émis par l'Union pour financer la lutte contre les conséquences économiques de la crise. Sans surprise, les pays du sud s'opposent à ceux du nord peu enclins à mettre en place une solidarité budgétaire. Cependant, les pays du nord n'ont pas tort de recommander la remise en ordre des finances publiques, quand on observe que ceux qui font le mieux face à l'épidémie sont également ceux dont les comptes publics étaient les plus florissants. Sur le plan sanitaire, l'incapacité de la plupart des pays-membres à faire face aux besoins en matériel face à la crise devrait conduire à une montée

en puissance des capacités nationales de production de masques, de tests de détection, de médicaments nécessaires à la réanimation. Cela signifiera s'affranchir des règles commerciales qui ont conduit à confier une grande partie de l'approvisionnement à des pays extérieurs, mais aussi accroître le rôle de l'État dans ce domaine et peut-être dans d'autres considérés comme stratégiques. Il faudra aussi déterminer, si cette gestion doit se faire au niveau national ou communautaire, donc s'il faut accroître les pouvoirs de l'Union en matière sanitaire. On pourrait imaginer qu'en cas d'urgence dépassant le cadre géographique d'un État, la compétence échoit à l'Union, dans cette matière, comme dans d'autres. A côté des urgences climatiques et sanitaires, il peut s'agir d'urgences technologiques. Ces questions vont s'ajouter à celles déjà posées sur l'élargissement de l'Union, la gestion des aides structurelles, les règles concurrentielles, les questions de défense, la réforme des institutions visant à les rendre plus efficaces et démocratiques, afin de retrouver la confiance des citoyens.

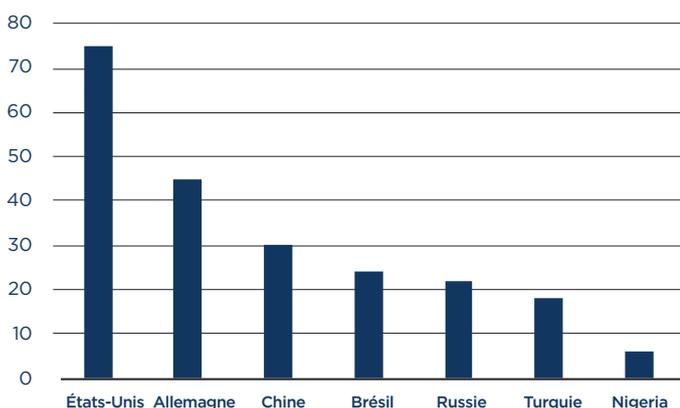
En plus de la pandémie, les émergents font face à la chute des cours du pétrole et à quatre fois plus de sorties de capitaux qu'en 2008

Les pays émergents devront aussi faire face à tous les chocs précédemment mentionnés pour les économies les plus matures. Mais, plusieurs éléments sont susceptibles d'y aggraver les conséquences économiques de la pandémie. De nombreux pays émergents ont déjà décidé des mesures plus ou moins strictes de confinement similaires à celles mises en œuvre en Europe. Parmi eux figuraient, notamment, à la fin du mois de mars, l'Afrique du Sud, la Russie, l'Arabie saoudite, la Colombie, l'Inde, la Jordanie, l'Argentine, la Malaisie, le Nigéria, le Kenya, le Maroc, la Tunisie, le Koweït, le Salvador, la Pologne ou encore la République tchèque. Mais, pour plusieurs d'entre eux, l'endigement et le reflux de la pandémie pourraient être plus difficiles à atteindre en raison de spécificités économiques et sociales, comme la tendance à avoir des liens

familiaux plus étroits entre générations dans certaines régions comme l'Afrique, ou encore la densité plus forte de population. Par exemple, la surface moyenne d'habitation d'un américain et d'un allemand atteint respectivement 75 et 45 mètres carrés, contre seulement 24 au Brésil, 22 en Russie et 6 au Nigéria (voir **Graphique 13**)⁶. Mais à ces handicaps s'en ajoutent d'autres comme les infrastructures sanitaires limitées. La chute des cours du pétrole, qui affecte de nombreux pays producteurs d'or noir, en fait partie (voir **Encadré 4**).

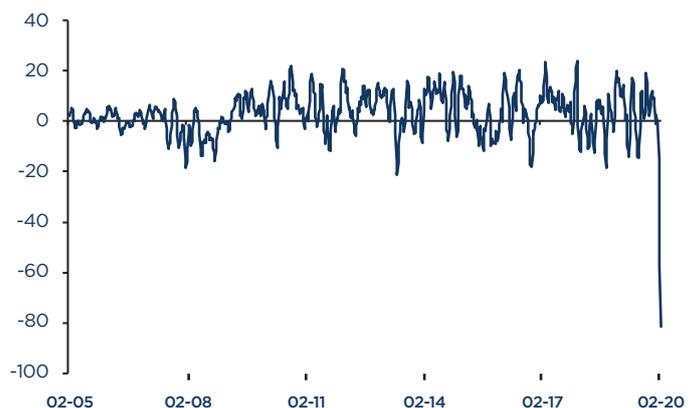
Deuxième différence entre économies émergentes et matures, les premières ont souffert en mars de sorties de capitaux d'une ampleur plus forte qu'en 2008. Elles ont dépassé 80 milliards de dollars pour les seules actions et obligations, soit un niveau environ quatre fois supérieur aux pics observés lors des crises récentes (y compris 2008, voir **Graphique 14**). Les économies émergentes en déficit courant, avec des marchés de capitaux développés, peu d'investissements directs étrangers, donc une dépendance aux investissements étrangers en

Graphique 13 :
Surface habitable moyenne par personne en 2014
(mètres carrés)



Source : Statista, Coface

Graphique 14 :
Total mensuel des flux de portefeuille (actions obligations) pour 24 pays émergents (milliards USD)



Sources : IFI, Coface

⁶ Notons cependant que Singapour ou Hong Kong ont jusqu'ici réussi à contenir l'expansion de la pandémie sur leur territoire malgré une très forte densité de population.

portefeuille, des comptes publics en déficit, une croissance faible et des risques politiques élevés sont évidemment en première ligne face à cette montée de l'aversion globale pour le risque. L'Afrique du Sud correspond à cette définition, la Turquie, aussi, mais dans une moindre mesure (la crise de change de 2018 ayant eu pour mérite de réduire rapidement le déficit courant). Le Mexique et la Colombie peuvent aussi entrer dans cette catégorie. Ceci dit, l'ampleur de ces sorties de capitaux est telle qu'elles ont aussi touché des économies qui ne remplissent aucun de ces critères, ce qui met en exergue leur caractère irrationnel. Ainsi, le won s'est fortement déprécié, bien que la Corée du Sud ait une dette publique peu élevée, des réserves de change confortables, un excédent courant, une situation politique interne stable et soit vue comme un des pays ayant, jusqu'ici, le mieux réussi à endiguer l'épidémie. Cette montée brutale de l'aversion globale pour le risque poussant les investisseurs à privilégier les actifs dits sans risques en dollar occasionne des risques accrus pour les agents économiques endettés dans cette devise. Cette dépendance aux financements en dollars peuvent prendre la forme de prêts bancaires ou

d'obligations, ces dernières expliquant la majeure partie de la hausse de l'endettement en dollars des économies émergentes depuis dix ans. Elles concernent divers types d'agents économiques : les gouvernements (comme en Argentine et en Arabie Saoudite), des entreprises non financières (Mexique, Turquie), des banques et autres institutions financières (Malaisie, Corée du Sud).

Comme dans les économies matures, ces défis engendreront une augmentation de l'endettement public, qui est déjà à un niveau historiquement élevé dans les économies émergentes et en développement prises dans leur ensemble. Mais, à la différence de la zone euro et des États-Unis, la capacité des banques centrales locales à se lancer dans des programmes d'assouplissement quantitatif sans remettre en cause leur crédibilité, les anticipations d'inflation ou encore la confiance dans la monnaie locale est beaucoup plus faible. Dans ce contexte, une montée du risque souverain émergent est à attendre dans les mois à venir et le rôle du Fonds Monétaire International sera clé pour aider à résoudre certains de ces problèmes de financement et à passer ce mauvais cap.

Encadré 4 :

Pétrole, la guerre (des prix) est déclarée

Le 6 janvier 2020, le prix d'un baril de pétrole brut Brent franchissait le seuil des 70 USD, suite à une montée des tensions géopolitiques au Moyen-Orient, après qu'une frappe aérienne américaine en Irak a tué l'influent général iranien Qassem Soleimani. Près de trois mois plus tard, après avoir atteint ce niveau rarement touché depuis le contre-choc pétrolier de 2014-2016⁷, le baril de Brent s'échange à moins de 25 USD, soit le niveau le plus faible depuis plus de 18 ans. Au cours de cette période, le COVID-19 est passé d'une épidémie chinoise à une pandémie globale, bouleversant les équilibres du marché pétrolier.

Alors que la consommation mondiale de brut était déjà affectée en 2019 par les tensions commerciales, le ralentissement économique chinois et la fin du cycle industriel européen, l'appétit pour l'or noir a été coupé en même temps que l'activité économique s'est suspendue en ce début d'année 2020. Dans le sillage de la Chine, responsable de 80 % de l'augmentation marginale de la demande l'année dernière et berceau de la pandémie, la consommation mondiale de pétrole devrait, pour la première fois depuis 2009, se contracter. Dans son rapport de mars, l'Agence Internationale de l'Énergie prévoyait ainsi une baisse de la consommation de 90 000 barils par jour (b/j) en moyenne en 2020.

Face à ce choc sur la demande mondiale, le groupe OPEP⁸, qui appliquait un accord de réduction volontaire de production depuis janvier 2017 participant à soutenir les prix du brut, a implosé. Plus précisément, face à la résistance de la Russie,

deuxième producteur mondial de brut, à des réductions plus importantes que les 2,1 millions b/j retirés du marché conjointement par le groupe au T1 2020, l'Arabie saoudite, troisième producteur mondial et de facto leader de l'OPEP, a annoncé son intention d'augmenter les volumes de production.

La fin de cette alliance relance une course aux parts de marché dans laquelle les États-Unis s'étaient affirmés, depuis la fin de l'année 2018, en premier producteur mondial de brut. Bien que certains producteurs soient confrontés à des perturbations majeures de leur activité (Iran, Venezuela, Libye) et malgré le ralentissement de la croissance de la production de pétrole de schiste aux États-Unis, cette course aux parts de marché inonde le monde de pétrole à un moment où la demande est au point mort. Ce double-choc d'offre et de demande menace de pousser les capacités de stockage de pétrole à leurs limites.

En conséquence, Coface réduit sa prévision de prix du pétrole de 60 à 45 USD en moyenne sur l'année 2020 pour un baril de Brent. Les prix du pétrole devraient connaître leur creux au T2 2020, avant de graduellement remonter au second semestre à mesure que l'activité et, avec elle, la soif d'or noir se reprennent. La reprise des cours pourrait même être exacerbée si la production américaine s'effondrait en réaction aux prix plus bas. En effet, l'expérience suggère qu'une baisse de prix du pétrole se répercute sur les nouveaux forages aux États-Unis avec un retard moyen d'environ 4 mois (voir **Graphique 15**), puis sur la production.

7 Entre juillet 2014 et le février 2016, le prix du baril de Brent est passé d'un niveau excédant 110 USD à environ 30 USD en raison d'une surabondance prolongée de l'offre.

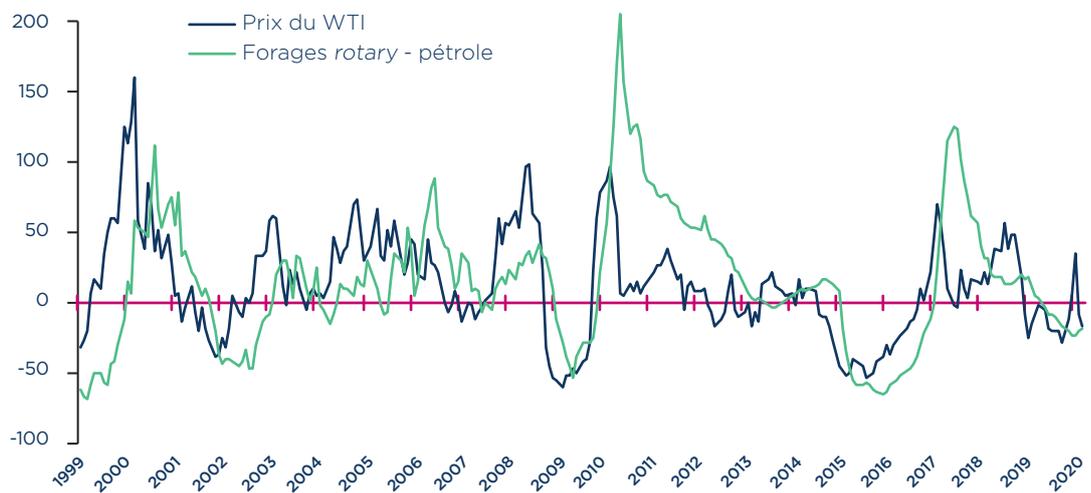
8 Groupe réunissant les membres de l'Organisation des Pays Exportateurs de Pétrole ou OPEP (Algérie, Angola, Guinée équatoriale, Gabon, Iran, Irak, Koweït, Libye, Nigéria, République du Congo, Arabie Saoudite, les Emirats Arabes Unis et le Venezuela) et des pays exportateurs de pétrole alliés (Azerbaïdjan, Bahreïn, Brunei, Kazakhstan, Malaisie, Mexique, Oman, Russie, Soudan et Soudan du Sud).

Cette baisse des prix sera particulièrement préjudiciable aux pays exportateurs de pétrole qui peinaient encore à se relever du contre-choc pétrolier de 2014-2016. Les prix du pétrole assurant l'équilibre budgétaire et extérieur sont supérieurs à notre prévision dans la grande majorité des pays exportateurs de pétrole (voir **Graphique 16**). L'Angola, l'Algérie et le Nigéria en Afrique ; l'Irak, le Koweït, Oman ou Bahreïn au Moyen-Orient ; ou encore l'Azerbaïdjan et le Kazakhstan en Asie centrale sont particulièrement exposés à l'effondrement des cours. Dans les pays importateurs, le choc sur la confiance des consommateurs provoqués par la pandémie mondiale de COVID-19 devrait effacer les gains éventuels de pouvoir d'achat des ménages

consécutifs à la baisse des prix du pétrole. Aussi bien en amont qu'en aval, le secteur pétrolier et gazier sera la première victime de l'effondrement des prix tandis que la chimie et les transports, secteurs pouvant traditionnellement bénéficier de prix du pétrole plus bas, souffriront également de la faible demande.

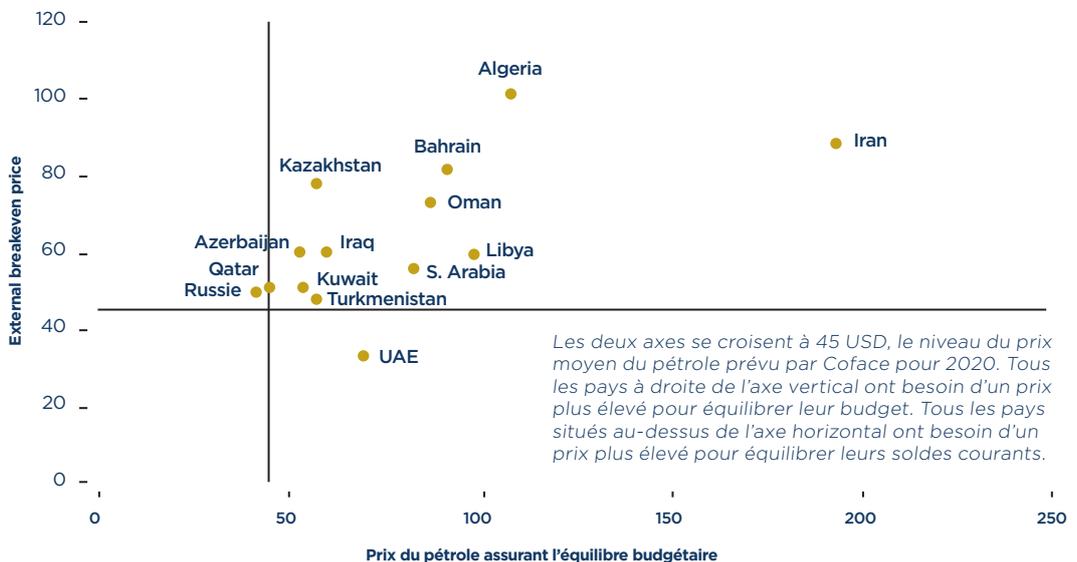
L'échec des négociations de l'OPEP+ est, en partie, lié au bilan mitigé des trois ans de la coopération. Les prix ont, certes, été soutenus, mais à des niveaux bien éloignés de ceux qui ont précédé le contrechoc pétrolier de 2014-2016. Surtout, la stratégie de l'OPEP+ a maintenu les cours de pétrole à un niveau qui a permis aux producteurs américains de prospérer et de grignoter les parts de marché du groupe.

Graphique 15 :
Prix du pétrole et nouveaux forages
(% en glissement annuel)



Sources: Refinitiv, Datastream, Baker Hughes International, Coface

Graphique 16 :
Pays exportateurs de pétrole: seuils d'équilibre budgétaire et extérieur
(En USD)



Sources : Autorités nationales, FMI, Coface

Malgré ce bilan mitigé, au moment où nous écrivons ces lignes, le président américain Donald Trump venait d'annoncer qu'il s'attendait à ce que la Russie et l'Arabie Saoudite annoncent des réductions significatives de leur production de pétrole, laissant espérer une trêve dans la guerre des prix. La Russie a néanmoins démenti un tel accord.

Kirill Dmitriev, président-directeur général du fonds souverain russe et l'un des négociateurs clefs avec l'OPEP, s'était déclaré ouvert à un nouvel accord si, mais seulement si, de nouveaux pays rejoignent l'accord. Cette déclaration peut être interprétée comme une référence indirecte aux États-Unis, dont le secteur de l'énergie s'annonce comme la principale victime de cette guerre des prix. Bien qu'une intervention diplomatique américaine semble certaine, la participation du premier producteur mondial à un tel accord reste très hypothétique pour deux raisons principales : (1) à l'inverse des pays de l'OPEP+, l'État américain ne

dispose pas de contrôle sur la production de ces entreprises, et (2) les pétroliers américains ne pourraient certainement pas participer à de telles discussions en vertu du droit de la concurrence. Accord ou pas, le choc sans précédent sur la demande de pétrole continuera à peser sur les prix, au détriment du secteur de l'énergie aux États-Unis.

En effet, les entreprises d'exploration et de production américaines, qui réduisaient déjà leurs dépenses d'investissement pour une deuxième année consécutive avant la pandémie de coronavirus, en raison d'une dette estimée à 86 milliards de dollars arrivant à échéance dans les cinq prochaines années⁹, devraient réduire encore plus significativement leurs dépenses. La faiblesse des cours et l'accès au crédit limité devrait se traduire par l'augmentation la plus importante de défaillances d'entreprises dans le secteur depuis 2016 en Amérique du Nord.

⁹ Source : Moody's - North American exploration and production firms face high debt maturities, tighter access to capital, 19 February 2020. https://www.moody.com/research/Moodys-North-American-exploration-and-production-firms-face-high-debt--PBC_1215097

COVID-19, un « stress test » pour de nombreux régimes politiques

Au-delà des conséquences économiques de grande ampleur, la pandémie devrait aussi avoir de nombreuses suites politiques. À court terme, la plus évidente est qu'elle exacerbe les tensions géopolitiques existantes. Le président américain Donald Trump a qualifié COVID-19 de « virus chinois », alors qu'en Chine un porte-parole du ministère des affaires étrangères a évoqué l'hypothèse que l'armée américaine ait importé le virus dans son pays. Dans ce contexte, le risque d'une nouvelle vague de mesures protectionnistes, visant en particulier les secteurs clés dans le cadre de la nouvelle donne économique et sanitaire (limitation d'exportations de produits agroalimentaires et/ou pharmaceutiques jugés vitaux) n'est pas à exclure. La poursuite de la « guerre commerciale » visant des filières stratégiques, en particulier l'électronique, dans le contexte de campagne présidentielle aux États-Unis et dans le cas d'une montée de la contestation sociale dans l'un ou les deux pays, reste aussi une possibilité. Dans la même veine, au Moyen Orient, Bahreïn considère que la pandémie est une « agression biologique iranienne ». Par ailleurs, la montée de tensions politiques entre pays au sujet de fermetures de frontière, en particulier si celles-ci sont décidées unilatéralement, est un risque à surveiller dans les mois à venir.

Au niveau interne, les conséquences sur les scènes politiques nationales de cette crise sanitaire et économique sont difficiles à anticiper. La capacité des gouvernements en place à gérer efficacement cette crise sanitaire et protéger les populations de ses conséquences économiques et sociales aussi diverses que variées est une question clé. Ceux, qu'ils soient plutôt démocratiques ou plutôt autoritaires, qui auront été jugés par les opinions

publiques comme étant coupables (à tort ou à raison) de la mauvaise situation sanitaire et/ou économique, se retrouveront dans une situation de faiblesse accrue. Les régimes les plus vulnérables face à ce risque sont ceux qui faisaient déjà l'objet de fortes contestations internes avant l'irruption de cette crise sanitaire. L'Iran est évidemment le premier exemple qui vient à l'esprit.

Dans les pays démocratiques occidentaux, les périodes de conflit armé ou de catastrophes naturelles profitent historiquement aux gouvernements en place, « l'union sacrée » permettant d'accroître leur légitimité. Mais la période actuelle, marquée par une extrême polarisation des opinions publiques, est différente et indique que cette issue est loin d'être certaine. En effet, les partis d'opposition ne se gênent pas pour critiquer les pouvoirs en place depuis le début de cette crise sanitaire qui n'a pas semblé, à ce stade, avoir eu d'effet notable sur leur cote de popularité (ni positif ni négatif).

Par ailleurs, des lois restreignant les libertés individuelles sont décidées et souvent adoptées très rapidement dans l'urgence dans de nombreux pays pour protéger la population (interdiction de rassemblement, limitation des déplacements, lois d'exception...). Si les décisions de confinement n'ont, jusqu'ici, pas suscité d'objection majeure parmi les populations, cette période exceptionnelle est propice à des abus : en Hongrie, le premier ministre Viktor Orban a obtenu du parlement des pouvoirs très renforcés dans le cadre d'un état d'urgence à durée indéterminée et pourra ainsi suspendre l'application de certaines lois par décret sans vote du parlement, malgré les vives critiques de l'opposition. Cette crise sanitaire est donc déjà vue, dans certains cas, comme une bonne occasion de faire passer des réformes controversées.

LES ÉCONOMISTES DU GROUPE COFACE

Julien Marcilly
Économiste en chef
Paris, France

Sarah N'Sondé
Responsable des analyses
sectorielles
Paris, France

Bruno De Moura Fernandes
Économiste,
Belgique, France, Irlande,
Royaume-Uni et Suisse
Paris, France

Carlos Casanova
Économiste Asie-Pacifique
Hong Kong

Christiane von Berg
Économiste,
Europe du Nord
Mainz, Allemagne

Dominique Fruchter
Économiste,
Afrique
Paris, France

Erwan Madélat
Économiste Sectoriel
et Data Scientist
Paris, France

Grzegorz Sielewicz
Économiste,
Europe centrale et de l'Est
Varsovie, Pologne

Khalid Aït-Yahia
Économiste Sectoriel
et Statisticien
Paris, France

Marcos Carias
Économiste,
Europe du Sud
Paris, France

Patricia Krause
Économiste,
Amérique latine
São Paulo, Brésil

Ruben Nizard
Économiste,
Amérique du Nord
Paris, France

Seltem Iyigun
Économiste,
Moyen-Orient & Turquie
Istanbul, Turquie

Avec le concours de **Aroni Chaudhuri**
Coordinateur
Paris, France

RÉSERVE

Le présent document reflète l'opinion de la direction de la recherche économique de Coface, à la date de sa rédaction et en fonction des informations disponibles ; il pourra être modifié à tout moment. Les informations, analyses et opinions qu'il contient ont été établies sur la base de multiples sources jugées fiables et sérieuses ; toutefois, Coface ne garantit en aucun cas l'exactitude, l'exhaustivité ou la réalité des données contenues dans le présent document. Les informations, analyses et opinions sont communiquées à titre d'information et ne constituent qu'un complément aux renseignements dont le lecteur dispose par ailleurs. Coface publie ce document de bonne foi et sur la base d'une obligation de moyens (étant entendu de moyens commerciaux raisonnables) quant à l'exactitude, l'exhaustivité et la réalité des données. Coface ne pourra être tenu responsable de tout dommage (direct ou indirect) ou perte en tout genre, subis par le lecteur et découlant de l'utilisation par le lecteur des informations, analyses et opinions. Le lecteur est ainsi seul responsable des décisions et conséquences des décisions qu'il prend sur la base du présent document. Ce document ainsi que les analyses et opinions qui y sont exprimées appartiennent exclusivement à Coface ; le lecteur est autorisé à les consulter ou les reproduire à des fins d'utilisation interne uniquement, sous réserve de porter la mention apparente de Coface, de reproduire le présent paragraphe et de ne pas altérer ou modifier les données. Toute utilisation, extraction, reproduction à des fins d'utilisation publique ou commerciale est interdite sans l'accord préalable de Coface. Le lecteur est invité à se reporter aux mentions légales présentes sur le site web de Coface : <http://www.coface.fr/Home/Informations-generales/Mentions-legales>.

COFACE SA

1, place Costes et Bellonte
92270 Bois-Colombes
France

www.coface.com

coface
FOR TRADE