



## Et maintenant - Episode 2

### Introduction

Le monitoring de la crise du Covid-19 est complexe. Il se nourrit d'une masse d'informations souvent contradictoires ou difficilement vérifiables, et il doit être réalisé sur plusieurs dimensions : sanitaire, macro et micro-économique.

Depuis le début de la crise, nous avons tenté de réaliser nos propres modélisations, simples mais à notre main, permettant d'associer des résultats à des hypothèses données. Nous avons ainsi modélisé les prévisions de croissance en Europe et aux Etats-Unis; nous nous sommes prononcés sur les valorisations des spreads de crédit en fonction de scénarii de défaut ; nous avons analysé les valorisations actions par secteurs. Ces analyses ont le mérite de pouvoir être modifiées au fur et à mesure que les hypothèses vont évoluer, notamment sur les conditions de déconfinement, à savoir ses latitudes et son dynamisme.

Suivre toutes les dimensions de la crise est à la fois nécessaire et impossible. C'est pourquoi nous ne prétendons aucunement à l'exhaustivité. Pour autant, nous avons souhaité synthétiser à chaque période l'évolution des informations que nous recevons à travers des tendances, brièvement commentées. Pour manœuvrer clairement, nous avons choisi de répertorier ces mouvements sous la forme d'un tableau en indiquant le sens de l'impact sur l'appétit pour le risque.

Dans le maelstrom de chiffres et de prévisions, nous essayerons également de suivre des indicateurs physiques simples, comme le trafic automobile dans les grandes villes.

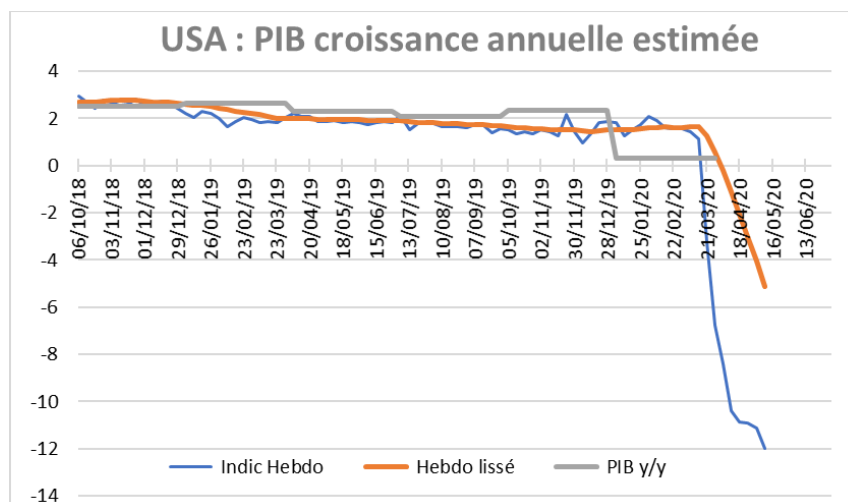
Enfin, nous ajoutons dans le texte des commentaires sur des sujets, des données qui nous ont semblé éclairantes, et sur les événements clefs des prochaines semaines (cf. page 6). Ils sont signalés par une « \* » dans le tableau.

### COVID-19 Tableau de suivi du 11 au 19 mai 2020

Economie	Macro*	L'ampleur de la contraction du PIB au T1 s'avère modeste au Japon (-0,9%), en Allemagne (-2,2%) et aux Pays-Bas (-1,7%), ces 3 pays n'ayant que peu confiné leur population. Evolution rassurante pour la croissance mondiale. Les évolutions sur les marchés de l'emploi sont peu lisibles ou neutres.	
	Micro	De nombreuses banques ont mitigé de bons résultats Q1 par des provisions importantes, augurant de mois à venir difficiles. Toutefois elles sont entrées dans la crise avec des situations solides leur permettant d'être des contributeurs de solutions et non des sources de problèmes	
Soutiens des institutions publiques	Budget*	Le nouveau plan budgétaire américain de 3 000 mds de \$, voté par les démocrates, n'est pas approuvé par les républicains, mais les discussions devraient finir par aboutir. L'UE prépare, également dans une certaine discorde, un plan de relance significatif. La Chine envisage de relancer la consommation, la demande y est en retrait sur l'offre.	
	Monétaire	J. Powell affirme disposer encore de munitions, ce qui permet d'éloigner la perspective conflictuelle des taux négatifs. En Europe, le marché s'inquiète – enfin – de la décision de la cour de Karlsruhe, malgré les propos rassurants d'A. Merkel.	
	Accessibilité	En France, il apparait que les PGE ne sont pas automatiques. Les entreprises fragiles n'y ont souvent pas accès et les dépôts de bilan se multiplient.	
Sanitaire	Situation	La baisse du rythme des décès en Europe se poursuit et une décrue commence à s'observer aux US. L'Afrique semble peu touchée par la pandémie au vu des statistiques publiées, même en supposant des sous-déclarations. Certains éléments à la fois contextuels (pyramide des âges, taux d'urbanisme, températures) et médicaux (usage de la chloroquine, anticorps anti-tuberculiques) pourraient expliquer ce phénomène.	
	Tests - Masques	Les déconfinements se déroulent sans grande difficulté : la systématisation des tests et la pratique du port du masque se renforcent à S+1. A suivre.	
	Recherche*	Quelques annonces sur des avancées dont il est difficile de mesurer l'impact. En tout cas, traitements ou vaccins, les nouvelles de ce type sont toujours accueillies très positivement, ce qui sous-entend qu'une confirmation sera un moteur du rebond.	

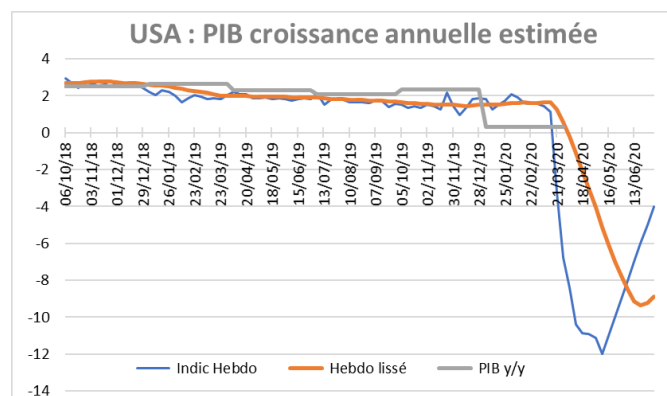
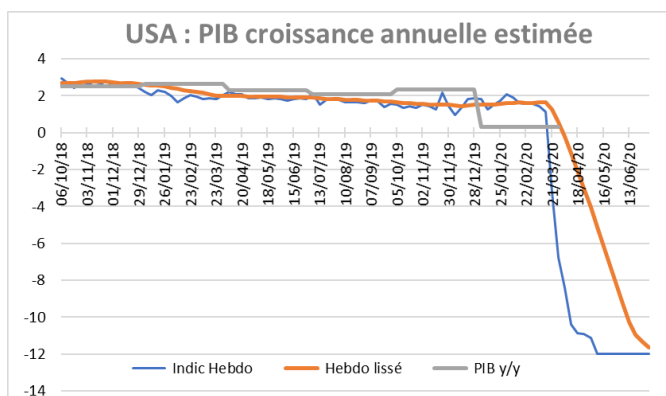
## USA : indicateurs hebdomadaire d'activité

Le réserve fédérale américaine a construit et publie un indicateur hebdomadaire d'activité, élaboré à partir d'une dizaine d'indicateurs quotidiens ou hebdomadaires. L'indice a été calé sur une période de 12 ans afin de répliquer et de prédire la variation annuelle du PIB. On observe sur le graphique que la moyenne mobile sur 3 mois de cet indice correspond bien à la variation annuelle du PIB publié pour le T1, soit +0,3%. Cependant, l'indice synthétique tendait à sous-estimer la croissance tout au long de 2019.



Le dernier point disponible, au 9 mai, suggère que la perte instantanée de PIB est de 12% sur 52 semaines (l'impact du COVID est plutôt voisin de 14%, si l'on tient compte de la croissance tendancielle du pays). A partir de cet indice, on peut faire des simulations de variation trimestrielle du PIB américain.

Si l'indice devait rester inchangé jusqu'à la fin du trimestre (hypothèse illustrée par le graphique de gauche), le PIB reculerait de 11,5% sur un an et de 11,3% t/t au T2, soit une baisse de 38,2% en rythme annualisé. Soulignons, que ce dernier chiffre est purement théorique : puisque la chute ponctuelle n'est pas une tendance elle ne devrait donc pas être annualisée, même si le chiffre sera publié ainsi.

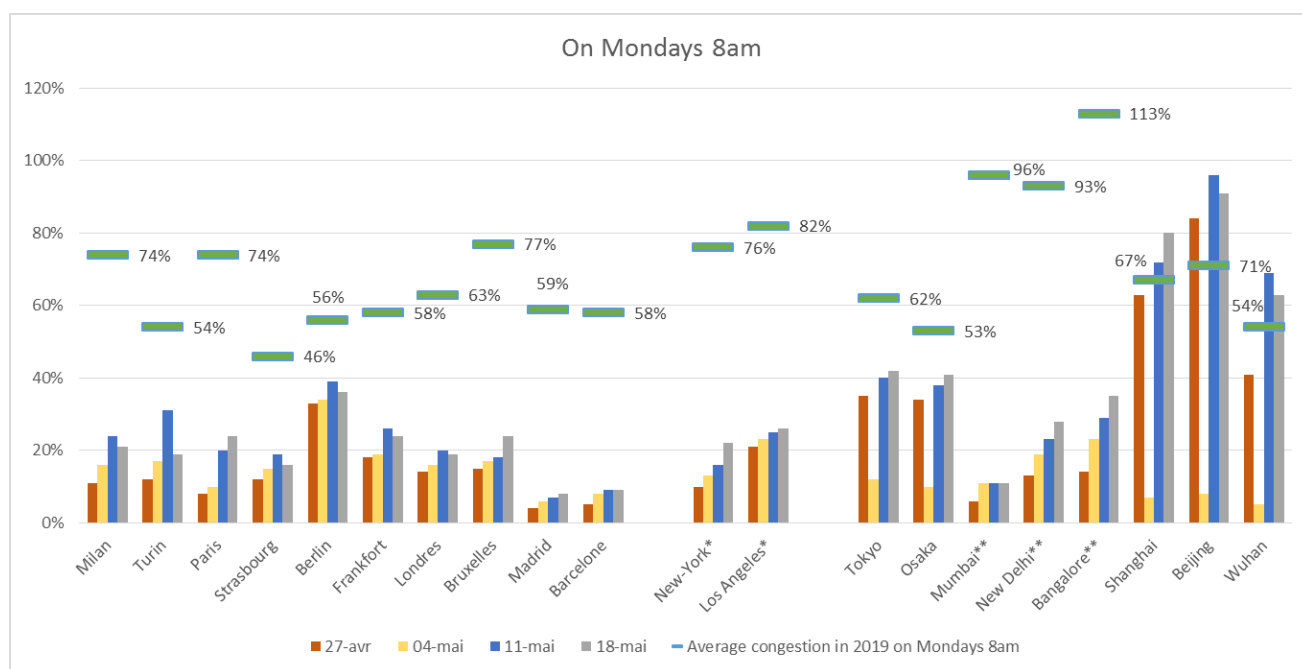


Une hypothèse, toujours linéaire, mais un peu plus réaliste d'un redressement progressif, quoique pas total, de l'activité d'ici à la fin du trimestre (illustré par le graphique de droite) nous amène à un repli plus modeste, et surtout plus réaliste, de 9,0% en glissement annuel et de 8,9% t/t (soit -31% pour la donnée annualisée – trompeuse nous l'avons dit). Cette estimation est prudente, la récession pourrait être moins violente au T2 si un déconfinement assez rapide se confirme.

## Indicateurs physiques simples

La levée des mesures radicales de confinement dans les pays européens a provoqué sans surprise une augmentation du trafic routier autour des grandes villes la semaine passée.

Grâce aux données rendues accessibles quotidiennement par l'opérateur de géolocalisation TomTom, nous retraçons l'évolution du « congestion index » à lundi 8h du matin sur les quatre dernières semaines, au regard de la moyenne des « lundis 8h » sur l'ensemble de l'année 2019.



\* Données récoltées les vendredis 17h

\*\* Données récoltées les lundis 18h

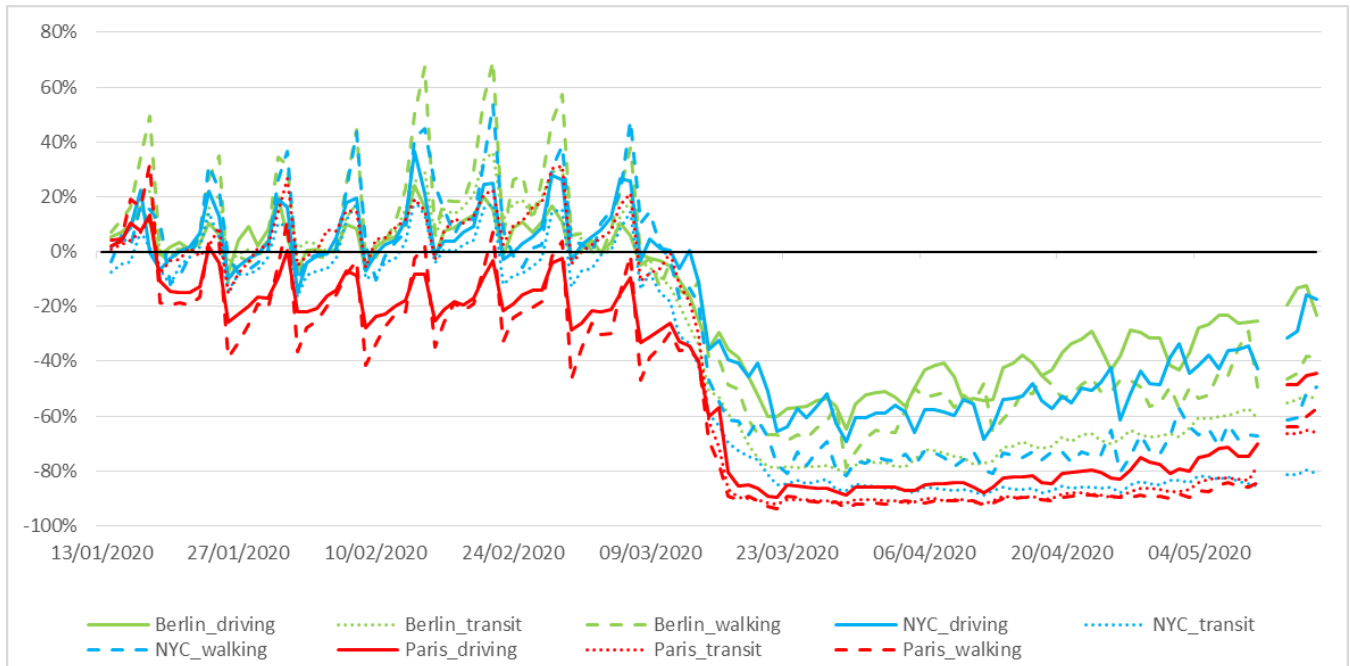
Le trafic urbain semble tenir les premiers niveaux post-confinement, mais on ne constate pas de remontée prononcée en Europe à l'instar des chiffres de la semaine dernière (Paris et Turin). La tendance est légèrement haussière pour Los Angeles et surtout New York, qui passe de 16 à 22%. Du côté de la Chine, les niveaux élevés se maintiennent, demeurant bien au-dessus de ceux de 2019. En Inde, toujours soumise à un confinement strict, le trafic urbain repart timidement en fonction des villes.

*NB : La singularité observée pour les villes d'Asie au 4 mai est liée au week-end prolongé du 1er mai et à la Golden Week au Japon.*

Afin d'étayer nos analyses sur la mobilité, nous récupérons les données de l'application Plans qu'Apple a mises à disposition à travers des rapports quotidiens. L'outil indique l'évolution des demandes d'itinéraires sur une région en prenant pour base le 13 janvier 2020.




L'étude de ces données permet d'observer plus précisément trois aspects de la reprise :

- Les transports en commun sont davantage délaissés dans les grandes villes par rapport à la voiture (Paris, New York, Los Angeles, Berlin, Madrid, Londres).
- La reprise du trafic urbain observé à travers les données TomTom est potentiellement surévaluée par l'effet de la basse fréquentation des transports en commun dans les grandes villes.
- L'effet déconfinement est clairement visible sur tous les moyens de mobilité à Paris.



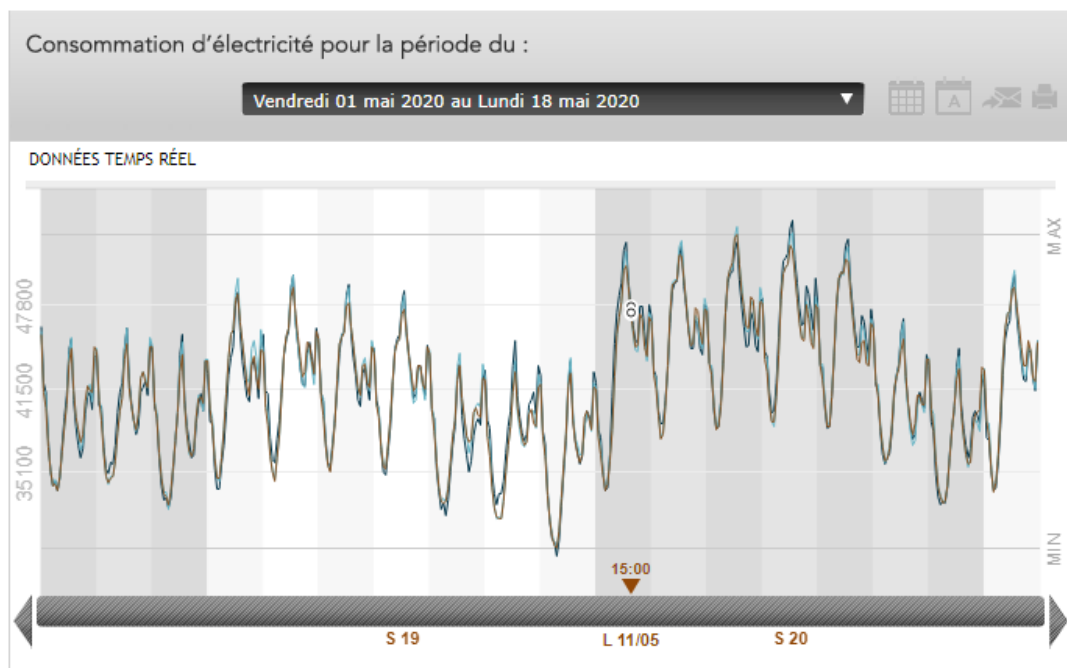
NB : Les données du 11 et 12 mai ne sont pas disponibles.

Parmi les indicateurs de suivi de l'activité économique immédiate permettant d'attester de la reprise d'une région, **les chiffres publiés en continu par les opérateurs des réseaux d'électricité** constituent une source à la fois fiable et éclairante. Afin de tracer cette évolution en France, en Espagne et en Allemagne, nous avons pris comme point de repère la moyenne de la consommation d'électricité le lundi 10h-10h30 du matin. Nous procédons à une comparaison de ces niveaux par rapport à un calendrier similaire l'année passée (soit ici les lundis 13 et 20 mai).

			
	<b>GWH var an-1 en %</b>	<b>GWH var an-1 en %</b>	<b>GWH var an-1 en %</b>
11-mai	47,2    -8,20    -17%	25,9    -4,1    -16%	72,2    -0,9    -1%
18-mai	47,1    -8,30    -18%	26,4    -4,5    -17%	69,0    -1,1    -2%

Ces chiffres permettent de noter qu'en France comme en Espagne, **les niveaux de consommation d'électricité demeurent encore bien en-deçà de ceux observés à an-1**. En revanche, le niveau de consommation en Allemagne rattrape presque parfaitement les standards de mai 2019.

Enfin, si aucune amélioration nette n'a été constatée en France ou en Espagne sur la semaine, il faut noter que l'effet post-confinement a bel et bien été ressenti dans la consommation d'électricité le lundi 11 mai en France (cf. graph ci-dessous) :



### Evolutions des marchés du 8 au 15 mai 2020

<b>Actions</b>	<p>Une semaine <i>risk-off</i> pour des raisons techniques (prises de profit partielles post rebond). La discrimination sectorielle s'accroît à mesure que le déconfinement fait apparaître gagnants et perdants de la pandémie. Le rebond du pétrole offre une éclaircie pour des valeurs pétrolières très malmenées.</p>
<b>Crédit</b>	<p>Nouvelle tension pour le Xover, qui atteint 544bp et perd 1% sur la semaine. Le primaire reste actif, le secteur <i>investment grade</i> continue logiquement à se tailler la part du lion des émissions primaires des entreprises.</p> <p>Les taux longs évoluent dans un <i>range</i> étroit, entre -0,50% et -0,54% pour l'Allemagne 10 ans. La mauvaise liquidité du marché rappelle sa fragilité, mais les mesures de la BCE justifient une meilleure tenue du marché crédit.</p>

## Commentaires divers

### Economie - Macro

A ce stade de la crise sanitaire, **nous nous focalisons sur les données relatives à l'activité économique**. Les PIB nous donnent une information sur le premier trimestre qui ne couvre que le tout début de la période de confinement. Notre attention doit se porter sur des chiffres plus récents. Ceux de la production d'avril ont commencé à être publiés, dans le cas des Etats-Unis ils sont en ligne avec les anticipations et montrent une chute significative (-11,2% m/m) mais beaucoup plus modérée que celle que l'on redoute en Europe. **En Chine, la production industrielle d'avril est même remontée au-dessus de son niveau de l'an dernier (+3,9%), alors que les ventes au détail sont toujours en berne (-7,5% sur un an)**, et que les économistes anticipaient une situation mieux équilibrée avec des chiffres plus proches de zéro pour ces deux indicateurs.

**Les informations relatives au marché du travail doivent être considérées avec une extrême précaution**, non seulement la collecte des données est délicate, mais leur signification douteuse. Par exemple, le recul du taux de chômage en France et en Italie reflète simplement l'indisponibilité de temporaire de nombreux travailleurs. Néanmoins, on peut retenir que, **aux USA**, le chiffre hebdomadaire des nouvelles inscriptions au chômage ne baisse que lentement, tandis que le nombre d'inscrits en continu est quasi-stable. Cela s'explique par **une forte rotation des effectifs**. D'une part, certains travailleurs ne peuvent survivre sans ressources et trouvent probablement des petits jobs **sur un marché du travail fluide**. D'autre part, certains Etats américains sont toujours sous un confinement assez strict, avec un nombre de chômeurs qui augmente, alors que d'autres ont déjà commencé le déconfinement ; les chiffres hebdomadaires illustrent cette forme de découplage.

Enfin, **interpréter les chiffres d'inflation à ce stade semble hasardeux**. La baisse des taux d'inflation et d'abord due à **la chute des prix du pétrole**, que la hausse de certains prix alimentaires ne parvient pas à compenser. Deux mouvements qui sont pour partie temporaires, pour partie durables. Pour un certain nombre de biens et de services **les prix sont inexistant** car les magasins sont fermés ou les services suspendus. Il faudra guetter à la réouverture les évolutions de prix. La nécessité de réduire les stocks et de consolider les trésoreries va peser sur certains produits. Mais souvent, ce sont les contraintes sanitaires qui vont pousser à la hausse les prix, elles peuvent avoir **des effets énormes sur les coûts dans certains secteurs**, comme pour les restaurateurs (moins de tables), les coiffeurs (coût sanitaire et effet d'aubaine liés à la demande), voire les transports collectifs (distanciation).

### Soutien des institutions publiques – Budgétaire

Alors que le déconfinement s'amorce dans beaucoup de pays avancés, les plans de relance budgétaire sont redimensionnés. **Aux Etats-Unis le déficit du budget fédéral a explosé** à 738 mds de \$ en avril, alors que ce mois est habituellement excédentaire. Les recettes ne couvrent cette année que 25% des dépenses. Ainsi, le déficit cumulé les 7 premiers mois de l'année fiscale 2020 se monte à 1 481 mds, presque le triple de celui de la même période de 2019, autrement dit, 44,5% des dépenses sont couvertes par les recettes en 2020 à comparer 20,6% l'an dernier.

**Par surcroît, les Démocrates ont approuvé un plan essentiellement composé de subventions de 3 000 mds (soit 12,5% du PIB) qui doublerait les efforts déjà annoncés**. Les Républicains, Trump en tête, s'opposent à ce plan, car ils préféreraient des baisses d'impôts, pourtant moins efficaces et moins justes socialement. Les marchés parient, à raison, qu'une solution intermédiaire devrait être trouvée. Ces différentes annonces n'ont pas pesé sur le marché obligataire.

**En Europe, c'est l'annonce d'un plan franco-allemand qui domine**. Son montant, 500 mds d'euros soit 4% du PIB, n'est pas impressionnant mais sa structure est novatrice. D'abord il s'agit d'un endettement de l'Union en son nom propre, ce qui est inhabituel ; ensuite les dépenses se feraient en fonction des besoins, alors que la charge serait répartie selon le poids des pays. Il s'agit donc de créer, sans les nommer, les « Coronabonds » réclamées par certains. L'Autriche a été la première nation à s'opposer à ce plan, elle ne sera pas la seule ; des voix dénonceront un *diktat* franco-allemand. Le prochain sommet européen sera compliqué, d'ailleurs E. Macron souhaite une réunion physique plus propice à un compromis que des discussions à distance.

Dans les pays émergents également la relance est à l'ordre du jour, comme en Inde où les mesures annoncées par le Premier Ministre Modi se montent à 10% du PIB, alors que l'épidémie se répand en dépit d'un confinement très sévère.

### Sanitaire – Recherche

Plusieurs **nouvelles annonces**, évidemment à confirmer même si elles font s'envoler les marchés, sur des traitements prometteurs comme celui de Sorrento Therapeutics, ou des vaccins comme celui de Moderna ou des essais chinois. **A suivre !**

*Achévé de rédiger par Pierre Filippi, Alexis Merville, Dominique Barbet et Vincent Perret le 19/05/20 à 19h00*