



Et maintenant ?

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.

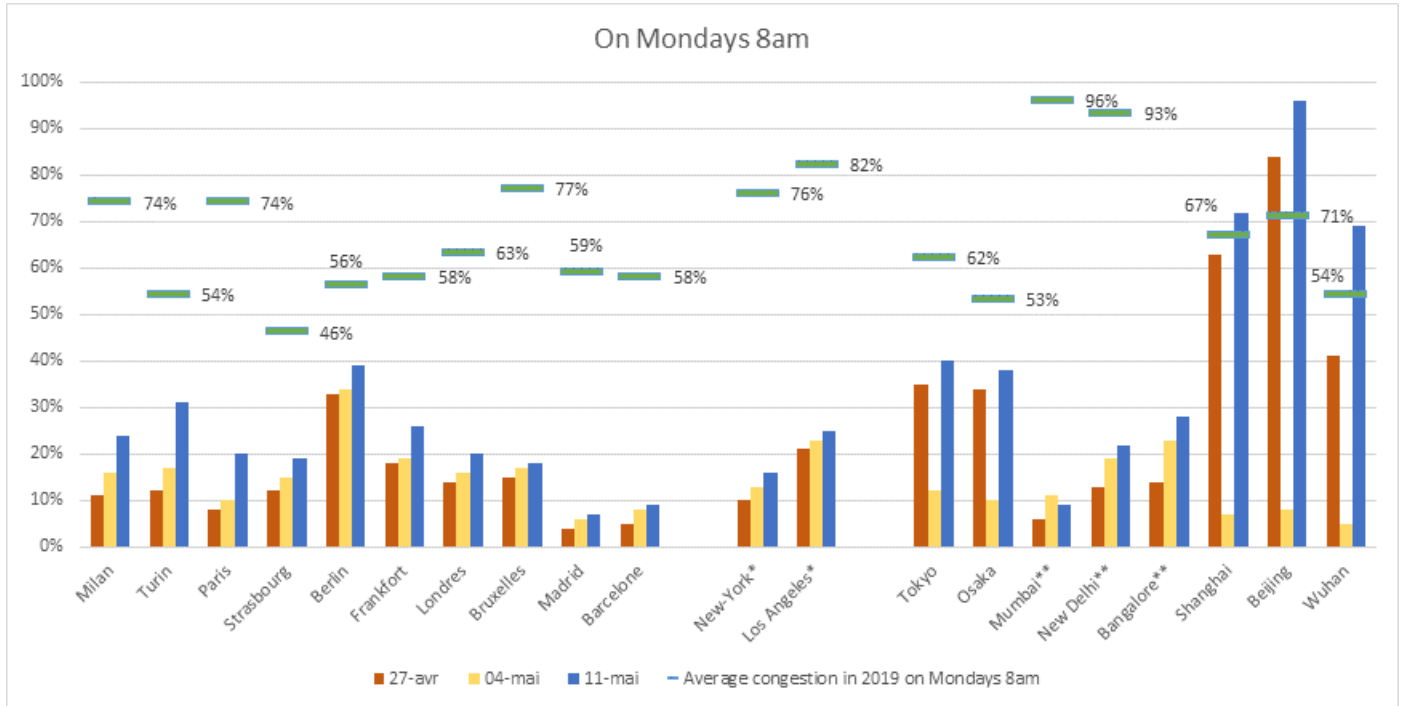
Enfin, nous ajoutons dans le texte des commentaires sur des sujets, des données qui nous ont semblé éclairantes, et sur les événements clefs des prochaines semaines. Ils sont signalés par une « * » dans le tableau.

COVID-19 Tableau de suivi du 24 avril au 11 mai 2020

Economie	Macro*	Chiffres sévères, en ligne avec des contractions instantanées de 20% à 40% selon confinement. Les prévisions s'éloignent des pires scénarios. Les USA déconfinent précocement. L'Asie rebondit lentement.	→
	Micro	Les incertitudes ont conduit à la suspension des <i>guidances</i> , comme anticipé. Les secteurs les plus affectés n'offrent aucune surprise positive. Certains en revanche en tirent des profits supplémentaires. L'incertitude reste préjudiciable même si le soutien annoncé à l'automobile allemande, peut-être européenne, est une bonne surprise potentielle.	→
Soutiens des institutions publiques	Budget	Tous les plans de soutien sont accrus et on discute de la relance post-COVID, mais ça apparaît plus une nécessité prévisible qu'une bonne surprise. Le temps de négociation en Europe et au Congrès US sont des facteurs de risque actuellement.	↓
	Monétaire*	La BCE : une baisse des taux qui ne dit pas son nom, -0,25% sur les refinancements à 3 ans TLTRO3 et ajoute un programme. En revanche la cour constitutionnelle allemande attaque le précédent QE en se gardant bien toutefois de toucher à celui-ci - à suivre.	→
	Accessibilité	Prêts garantis et autres mesures de soutien, notamment chômage partiel, sont largement utilisés en Europe. En revanche aux USA il faut passer par la case chômage (ce qui crée des chiffres impressionnants) et certaines PME ne savent pas quoi faire des prêts "sociaux" effaçables en cas de maintien de l'emploi.	→ ↓
Sanitaire	Situation	En Europe baisse des cas post-pic, la circulation du virus permet le déconfinement. Les USA plus agressifs déconfinent sans être au-delà du pic partout. La situation des pays émergents reste une inconnue, des statistiques favorables surprenantes, mais peut-être instructives. Le reste est de l'ordre de la recherche.	↑
	Tests - Masques	Des progrès techniques sur les tests, mais pas encore le sentiment que les pays en retard se rattrapent. Dans les mêmes, disponibilité enfin des masques, in extremis ! Seule la pratique du déconfinement validera un usage banalisé. Un risque à suivre.	↓
	Recherche*	Espoirs incertains : effet saisonnalité, vaccins, remèdes, calculs de létalité, des progrès mais rien de suffisamment concluant à ce stade pour changer la donne. Un virus un peu mieux connu réduit les craintes et l'incertitude.	→

Indicateurs physiques simples

Alors que la fin du confinement a progressivement été instaurée dans une bonne partie des pays européens, l'état du trafic dans les principales villes de ces pays apparaît comme un bon indicateur de reprise de l'activité économique par les niveaux de circulation. Grâce aux données rendues accessibles quotidiennement par l'opérateur de géolocalisation TomTom, il est possible de retracer l'évolution du « congestion index » au lundi 8h du matin sur les trois dernières semaines, au regard de la moyenne des « lundi 8h » sur l'ensemble de l'année 2019.



* Données récoltées les vendredi 17h

** Données récoltées les lundi 18h

Pour les villes d'Europe, le trafic urbain est en hausse et progresse même relativement bien suite au déconfinement (Turin +14%, Paris +10%). Les chiffres restent toutefois bien en-deçà de ceux de l'année 2019. Du côté de la Chine, l'activité routière semble battre son plein, dépassant les niveaux habituels. La singularité observée pour les villes d'Asie est en partie liée au week-end prolongé du 1er mai et à la Golden Week au Japon.

Evolutions des marchés du 24 avril au 11 mai 2020

Actions	<p>Légère hausse et moindre volatilité sur les marchés actions. Les actions sont soutenues par la perspective de reprise post déconfinement ; leur hausse est bridée par la profondeur de la crise et les risques sur les contraintes de la reprise.</p> <p>On notera des divergences en raison d'expositions sectorielles différenciées, forte représentation de la technologie aux Etats-Unis, secteurs sinistrés très représentés dans les indices européens.</p>
Crédit	<p>Les marchés du crédit ont quitté la zone de dislocation, avec un marché primaire qui fonctionne, et commence à s'ouvrir au High Yield. Toutefois la liquidité reste peu satisfaisante.</p> <p>Si le Xover, concentrant de nombreuses entreprises en difficulté, ne parvient pas à s'extraire de la zone de 500bp, le marché du cash se tient mieux, notamment dans l'<i>investment grade</i>, et absorbe les nombreuses émissions, soutenu par les programmes d'achat de la BCE.</p>

Commentaires divers

Economie - Macro

Un certain nombre de grands pays ont présenté l'estimation de leur PIB du premier trimestre, ce qui permet à la fois d'avoir une meilleure idée de l'ampleur de l'ampleur économique de la crise sanitaire et de faire des comparaisons internationales. **La Chine est un cas à part**, puisque ce pays a connu un confinement bien plus précoce. **Le PIB y a reculé de 9,8% t/t** et de 6,8% sur un an, à peu près comme prévu. A noter que ce pays n'est pas nécessairement un bon indicateur avancé pour les autres économies, car son économie est très spécifique et le déconfinement n'a eu lieu qu'une fois le foyer épidémique totalement éteint.

Le PIB de la zone euro a reculé de 3,8% t/t au T1. Celui de la France, en baisse de 5,8% t/t, confirme les premières prévisions de l'INSEE qui prédisaient un recul de 35% du PIB et de la consommation pour la période de confinement. Les deux dernières semaines de mars correspondent donc bien à la baisse de près de 6% de l'activité économique du trimestre. Près de deux mois de confinement pourraient donc réduire de 5,8% la croissance de toute l'année 2020. En terme trimestriel cela équivaudrait à un repli du PIB de 12,4% au T2 (et le retour au niveau antérieur dès le T3, purement hypothétique, passerait ensuite par un gain de 21,2%). **La France enregistre une contraction trimestrielle plus marquée que celle des autres pays européens**, comme l'Italie -4,7%, l'Espagne -5,2% ou la Belgique -3,9%. Cela laisse augurer d'un **relativement "bon" chiffre allemand**, c'est aussi ce qu'indique une consommation d'électricité relativement proche de la normale.

A première vue, **le PIB américain fait meilleure figure en baisse de -4,8% t/t** en données annualisées, soit -1,2% CVS non annualisé, mais le confinement y a été tardif et y demeure partiel. Comme partout, ce sont les secteurs des services et des biens durables qui souffrent le plus. Le stockage des biens non-durables et la chute des importations ont amorti la récession, ce qui ne sera pas durable ; le T2 s'annonce donc moins rassurant. Par ailleurs, la Fed a construit un indice hebdomadaire d'activité qui indiquait au 2 mai (dernier chiffre disponible) que la perte instantanée d'activité approchait les 12%, une chute qui demeure modérée.

Soutien des institutions publiques - Monétaire

La BCE estime la récession 2020 entre -5% et -12%, une fourchette encore large. Lors de la réunion du 30 avril la BCE a procédé à **une baisse temporaire du taux directeur qui ne dit pas son nom**. En pratique, l'essentiel des opérations régulières de refinancement à 3 mois devrait être remplacé en 2020 par de nouvelles prises en pension dénommées PELTROs à raison de presque une opération par mois à compter du 20 mai, avec des maturités longues (au 30 septembre 2021 pour les 3 premières, puis fin août et fin juillet 2021 pour les suivantes). Ces opérations seront, comme les repo habituels, faites à taux fixe et montant illimité, à un taux inférieur de 25pb au taux de refi « standard ». Cela permet de laisser inchangés le taux de

prêt d'urgence et celui de la facilité de dépôt donc d'éviter les inconvénients de la baisse des taux. De surcroît, **le taux bonifié des TLTRO 3 est également abaissé de 25pb**, ce qui va permettre aux établissements dont l'encours de crédit ne recule pas de disposer de ressources au taux très attractif de - 1% (dans les conditions actuelles) pour une durée de 3 ans. **L'objectif de ces filets de sécurité est d'encourager les banques à emprunter** et même de **recréer une marge bénéficiaire**, notamment pour celles dont l'encours de prêts augmente. Cela pourrait renforcer pour certaines banques l'attractivité des prêts garantis par l'Etat, dans les pays où cela se pratique. Enfin, **la BCE n'a apporté aucune modification à ses différents programmes de QE.**

Début mai, **la cour constitutionnelle allemande de Karlsruhe a rendu un jugement** qui prétend imposer à la BCE de fournir d'ici 3 mois de nouveaux justificatifs mieux étayés. A défaut, elle menace d'interdire à la Bundesbank de participer à ce programme de QE. Ce verdict ne concerne pas le nouveau programme d'achat de titres en lien avec la pandémie (celui dénommé PEPP pour 750 mds d'euros), mais la cour insiste sur le respect de certains critères comme une qualité de signature minimum, le plafond des achats à 33% de l'encours, et le strict respect de la répartition des achats selon la clé de capital de la BCE ; au risque de **limiter sérieusement le potentiel d'assouplissement des QE à l'avenir**. Cette décision a amené **des réponses sévères : la BCE a rappelé qu'elle était indépendante** et qu'aucune institution ne pouvait interférer avec ses décisions ; la présidente allemande de la Commission européenne, **Madame Van der Leyen, a également indiqué que la justice européenne s'était déjà prononcée** sur cette question et que la juridiction européenne est d'une compétence supérieure à celle des instances nationales.

Sanitaire - Recherche

Pour les marchés financiers aussi les progrès scientifiques peuvent être déterminants, qu'il s'agisse de la mise au point d'un vaccin ou de la découverte d'un traitement, une telle nouvelle pourrait changer radicalement les perspectives en rendant possible un retour à la normale de la vie économique. Dans cette optique, nous relevons notamment **le début d'expérimentation à Oxford d'un candidat vaccin** et l'annonce par un laboratoire israélien de **l'identification d'un anticorps monoclonal neutralisant**. Cependant, il convient d'être très prudent, les protocoles présentés jusqu'à présent (à base d'Hydroxychloroquine ou de Remdesivir par exemple) ont donné des résultats mitigés (même si ce dernier semble avoir été adopté aux Etats-Unis où l'exigence politique de disposer d'un traitement à tout prix ferait préférer la préconisation d'un placebo à l'absence de tout traitement).

Achévé de rédiger par Pierre Filippi, Alexis Merville et Dominique Barbet le 11/05/20 à 19h00