



Bal ... masqué !

COVID-19 Tableau de suivi du 15 au 25 mai 2020 (présentation en note de bas de page¹)

Economie	Macro	Les enquêtes auprès des entreprises (en particulier les PMI) montrent des anticipations de redressement de la conjoncture. La construction aux USA est résiliente. Très faible repli du PIB au Japon. L'économie russe n'a pas fléchi, du moins jusqu'en avril. La consommation d'électricité remonte lentement vers la normale. Rien de violent pourtant !	
	Micro	Les résultats présentés par les banques et les compagnies d'assurances font apparaître des provisions conséquentes anticipant des lendemains qui déchantent. Toutefois les ratios de capital des uns, et de solvabilité des autres, sont plutôt sur la borne haute.	
Soutiens des institutions publiques	Budget	A. Merkel et E. Macron ont présenté un plan budgétaire européen de 500 mds d'euros, à répartir selon l'ampleur des besoins de chacun. Une approche novatrice et favorable, mais qu'il reste à faire accepter aux 25 autres membres de l'UE. A cela s'ajoutent des mesures nationales, le futur plan auto en France, l'aide conditionnelle à Lufthansa.	
	Monétaire	Les banques centrales continuent d'accentuer leurs efforts. La Fed a débuté un programme d'achats d'ETF obligataires. La BCE poursuit ses achats de titres via le PEPP à un rythme élevé de 30 mds d'euros par semaine. La Banque d'Angleterre, a indiqué réfléchir aux taux négatifs. La Banque centrale d'Inde a de nouveau baissé ses taux.	
	Accessibilité	Les plans d'aide destinés aux entreprises sont souvent soumis à des conditions, environnementales, sociales, ou des contraintes d'investissements en sus des restrictions sur les dividendes et rachats d'actions.	
Sanitaire	Situation	La baisse du nombre de morts dans les pays européens les plus touchés se confirme. Le Royaume-Uni, toujours confiné, traverse enfin une accalmie qui laisse entrevoir le déconfinement. En revanche, la pandémie s'aggrave dans les pays émergents : le Mexique, et surtout le Brésil, font face à la vague qui n'a vraisemblablement pas atteint son pic. Les Etats-Unis, encore fortement marqués par la pandémie (plus de 1000 morts par jour en moyenne), déconfinent avec un impact sanitaire inconnu et risqué.	
	Tests - Masques	Les politiques massives de tests à la population et de distribution de masques ont permis de démocratiser l'usage de ceux-ci. Le post-confinement fait émerger un changement de comportement chez les populations, surtout européennes, qui se masquent à présent dans les rues et les commerces. La pénurie semble loin.	
	Recherche	Les annonces autour des vaccins (bonnes ou mauvaises, Moderna) et traitements en phase de test se multiplient sans pour autant aboutir à des conclusions interprétables directement.	

¹ Présentation du tableau de suivi du COVID-19

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 scenarii 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.

Evolutions des marchés du 15 au 22 mai 2020

Actions	L'Eurostoxx reprend les 5% perdus la semaine passée et surperforme de peu, une fois n'est pas coutume, ses homologues américains. Seuls les secteurs qui ne bénéficient pas du déconfinement continuent de trainer les pieds, comme l'immobilier commercial dont les discounts sur actifs nets traduisent un pessimisme noir, peut-être excessif ?
Crédit	Dans la veine des marchés actions, les marchés crédit se sont bien tenus : le Xover effaçant 59bp et perçant -décisivement ?- la barre des 500bp. L'indice Main Europe performe également (resserrement de 10 bp) quoique de façon plus modeste, et vient tester le support de 80bp. Si le marché primaire reste largement occupé par les émissions de catégorie investissement, les émissions subordonnées Tier 2 mais aussi AT1 reviennent, ce qui est un point rassurant. La liquidité sur le secondaire s'améliore tout doucement.

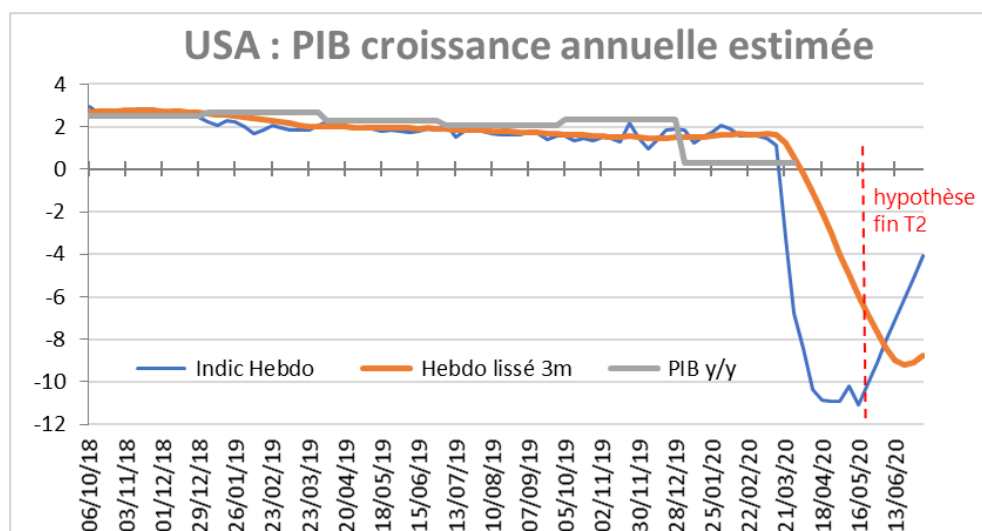
Le bal ... masqué !

En tendance, les marchés réagissent normalement, mais ils sont, contrairement à leurs habitudes d'amplification, à des niveaux optimistes compte tenu de la sévérité des dégâts économiques. D'autant qu'on ne constate pas encore de rebond violent de l'activité. Mais cette crise est exceptionnelle. Elle est perçue comme transitoire, massivement combattue par des soutiens budgétaires et monétaires. On ne *price* pas le risque d'un enchaînement récessif, on cherche plutôt les gagnants des ruptures qu'elle va provoquer, sans trop, non plus, s'inquiéter de certaines baisses de productivité durables. Les marchés du crédit sont plus prudents : asymétriques, ils savent qu'ils seront du mauvais côté des ruptures.

Un peu comme si on prévoyait de reprendre les bals, mais masqués. Pourquoi pas ? Tant que le champagne, oh pardon, l'argent, coule à flot.

USA : indicateur hebdomadaire d'activité

L'indicateur hebdomadaire d'activité de la Fed a été révisé en hausse sur les deux dernières semaines. Le recul du PIB sur un an sur la première quinzaine de mai est estimé entre 10% et 11%, le dernier point, pour la 3ème semaine de mai, **affiche un recul de 11,2%**. Si l'on peut espérer que ce soit le point bas, on ne peut pas en être certain tant que l'on n'a pas vu le début du redressement de l'activité aux USA. Cela ne remet pas en cause l'estimation grossière d'une chute d'environ 9% du PIB au T2 (à la fois en t/t non annualisé et en glissement annuel) que l'on trouve à partir d'une hypothèse de redressement linéaire (cf. newsletter de la semaine dernière).

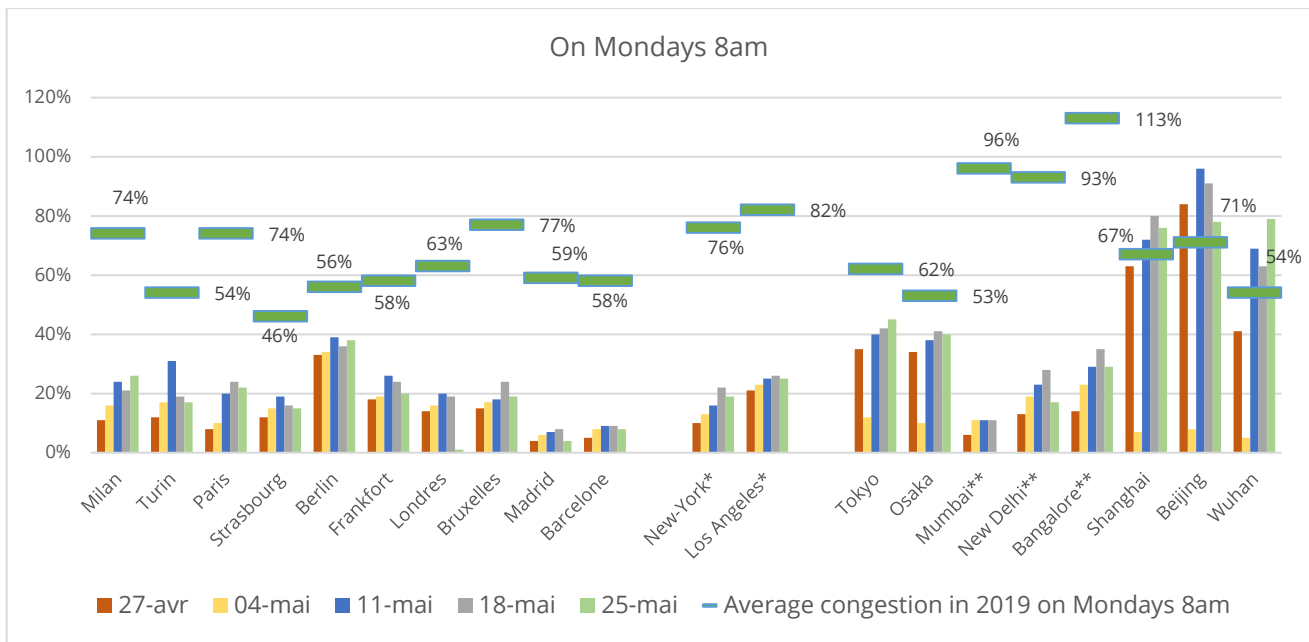


NB : La réserve fédérale américaine publie un indicateur hebdomadaire d'activité, élaboré à partir d'une dizaine d'indicateurs quotidiens ou hebdomadaires, cet indice est calé de façon à faire apparaître directement le glissement annuel estimé du PIB sur la semaine considérée.

Indicateurs physiques simples

Plusieurs semaines après la levée des mesures radicales de confinement dans les pays européens, on pouvait légitimement s'attendre à une forte reprise du trafic routier autour des villes.

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

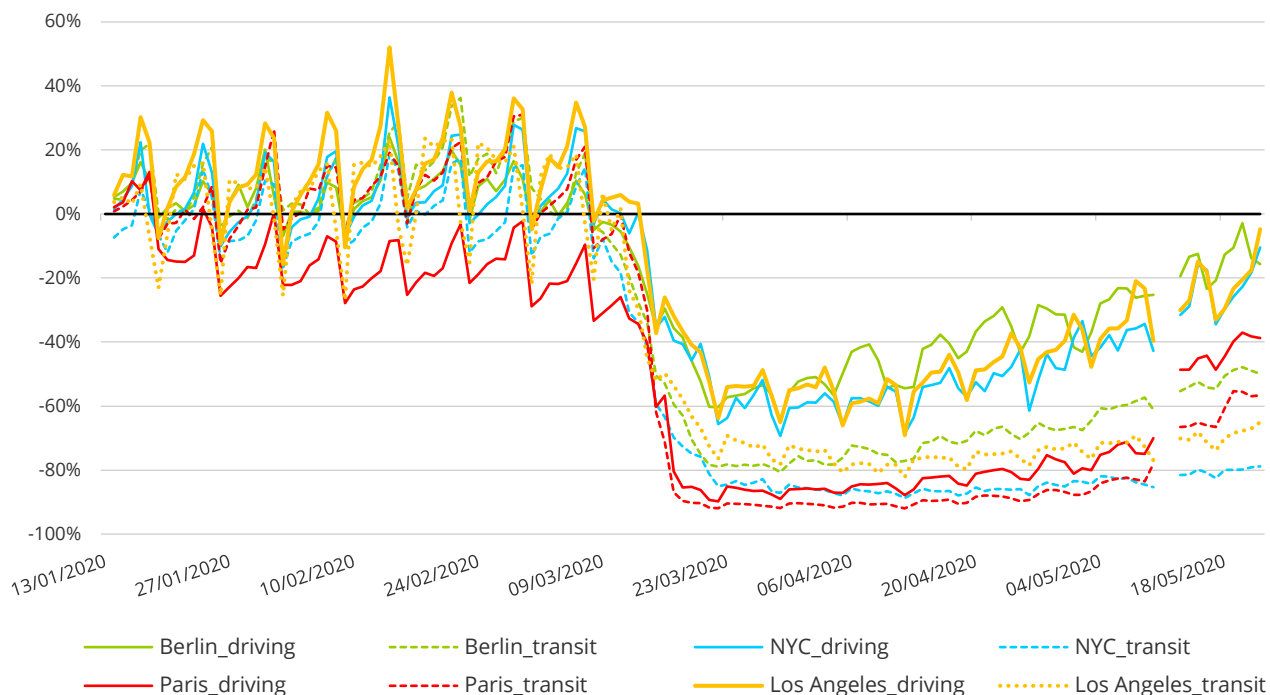
NB : A noter l'effet jour férié pour Londres (Spring Bank Holiday). Pas de données correctes pour Mumbai.

Hormis à Milan, les niveaux de trafic semblent heurter un pallier dans les villes européennes, où l'on constate, si ce n'est une légère baisse, une tenue des niveaux des deux semaines précédentes. Le maintien du télétravail par les entreprises et son adoption par les salariés peuvent expliquer en partie l'absence de rebond marquant dans les indications de trafic de TomTom pour les grands centres urbains.

Une stagnation aussi visible pour Los Angeles où la voiture est pourtant le mode de transport privilégié. En Asie, les mégapoles chinoises affichent toujours des niveaux bien au-dessus de ceux de 2019.

En complément des données TomTom, nous récupérons les données de l'application Plans que 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 :




- Sur le même rythme que la semaine passée, les transports en commun sont davantage délaissés dans les grandes villes par rapport à la voiture alors qu'ils étaient privilégiés en janvier et février 2020.
- Nette reprise du trafic urbain observée à Berlin et dans les villes US (New York, Los Angeles). Cela vient compléter les données TomTom qui montraient une évolution à la hausse pour ces villes.



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 retracer 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 matin 10h-10h30. Nous procédons à une comparaison de ces niveaux par rapport à un calendrier similaire l'année passée (soit ici les lundis 13, 20 et 27 mai).

	 GWH var an-1 en %	 GWH var an-1 en %	 GWH var an-1 en %
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%
25-mai	46,1 -5,19 -11%	27,6 -2,95 -11%	71,5 -1,5 -2%

En France comme en Espagne, les niveaux de consommation d'électricité demeurent encore inférieurs à ceux observés à l'an passé. Il faut noter qu'en observations hebdomadaires, la consommation a commencé à rattraper celle de fin mai 2019. En bon élève de la reprise, le niveau de consommation en Allemagne s'ajuste presque aux standards de la même période l'année dernière.

Achévé de rédiger par Pierre Filippi, Pierre-Yves Domeneghetti,
Dominique Barbet le 26/05/20 à 14h00