









En Europe, la crise pourrait rendre possible ce qui est nécessaire

Des améliorations indéniables sur les plans économique et sanitaire ont soutenu les marchés. Le rebond récent est-il le simple reflet de ces tendances, ou n'anticipe-t-il pas aussi que les plans de soutien gigantesques pourraient être volontairement et nécessairement surdimensionnés ? En Europe, les gouvernements et la Commission pourraient profiter de la crise pour faire avancer le projet européen de manière décisive, c'est au moins ce qui sous-tend le plan proposé : à savoir l'affirmation d'une puissance unie capable d'emprunter massivement en tant que tel et d'investir dans des projets de transformation profonde à commencer par le « green deal ». De plus, pour des raisons politiques et de concurrence future entre zones géographiques, les puissances que sont les Etats-Unis, la Chine et l'Union Européenne n'ont pas d'autre choix que de soutenir massivement leurs économies et leurs grandes entreprises. Soutien massif des secteurs industriels avec le concours des banques, moindres faillites, début de retour à la normale de la production et de la consommation (y compris dans les centres commerciaux), poussent à la revalorisation des secteurs qui avaient sombré en bourse tout en soutenant ceux qui ont le mieux tenu. Cela suffira-t-il à passer les chiffres du T2 qui seront généralement catastrophiques, même s'ils sont prévisibles ? C'est possible, pour autant que les entreprises puissent rassurer en redonnant des guidances crédibles pour le rebond de 2020 et surtout la reprise de 2021.

Evolutions des marchés du 22 au 29 mai 2020

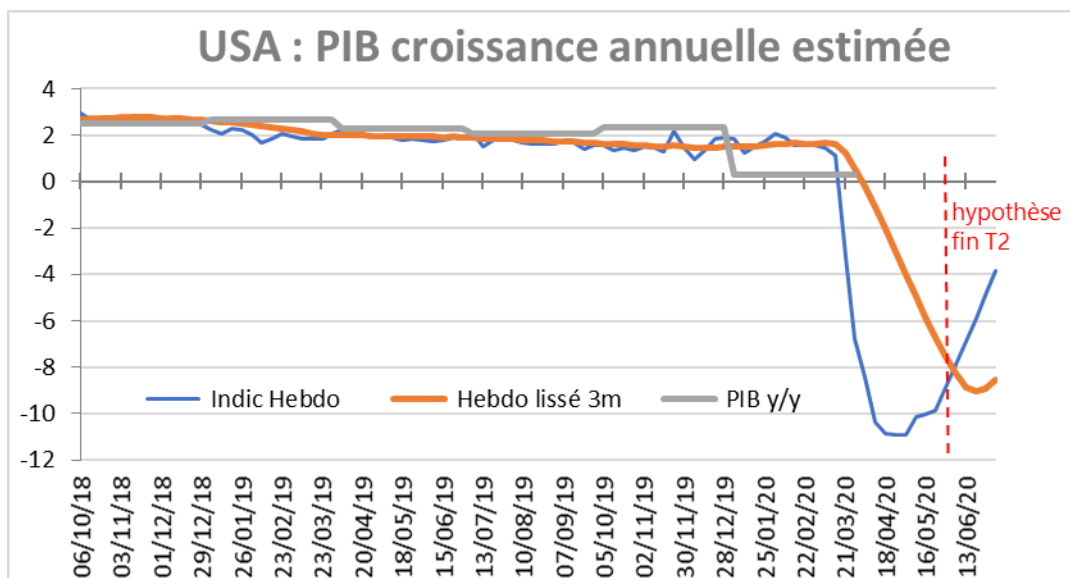
| | |
|----------------|---|
| Actions | La semaine consacre un « <i>risk-on</i> » rally, dont les moteurs sont les secteurs qui ont été les plus touchés, immobilier et financières notamment. La concomitance et l'ampleur des plans de relance nationaux et européens, conjuguée à un déconfinement qui s'accélère, ont éloigné le spectre de faillites spectaculaires et revalorise des secteurs encore massacrés il y a quelques jours. L'Euro Stoxx s'adjuge 5%. |
| Crédit | Le marché du crédit est sur la même ligne : les indices se contractent fortement, le marché primaire est particulièrement actif et laisse de l'espace à des émetteurs plus fragiles, des secteurs cycliques, ou de titres subordonnés. L'indice Xover se resserre de 55 bps et contraste avec l'atonie des taux d'Etats, le 10 ans allemand se stabilisant autour de -0,40%. |

COVID-19 Tableau de suivi du 22 mai au 2 juin 2020 (présentation en note de fin de document) ⁱ

| | | | |
|--|------------------------|--|---|
| Economie | Macro* | Ralentissement économique est confirmé au T2, même dans les pays peu confinés et/ou peu infectés. Avec le déconfinement, la reprise est visible mais pas impressionnante. Les anticipations présentées sont toujours celles de séquelles importantes à long terme. A noter un effet d'aubaine pour les revenus des ménages aux Etats-Unis (cf. p.6). |  |
| | Micro | Les champions nationaux des secteurs touchés par la crise sécurisent leur liquidité en contractant des prêts auprès des Etats actionnaires : Renault, Lufthansa. Du côté des foncières, la réouverture des centres commerciaux dope les valorisations du secteur. |  |
| Soutiens des institutions publiques | Budget | Le plan budgétaire européen, qui se monte à 750 mds d'euros, a été formellement présenté par Ursula von der Leyen. Il vient en sus des 540 mds déjà validés, il ne reste « plus » qu'à le faire approuver par les 27 pays membres lors du conseil du 18 juin. Pas de nouvelles du plan américain, qui, lui aussi, soutiendra d'abord les industries classiques. |  |
| | Monétaire* | Les banques centrales continuent à soutenir l'activité. La BCE, à l'approche du meeting de jeudi prochain, poursuit ses achats de titres dans le cadre du PEPP, mais cela inclut des titres très courts et le rythme ralentit un peu. |  |
| | Accessibilité | Aux Etats-Unis les données sur le revenu des ménages prouvent qu'il y a un effet d'aubaine important. Cela contribue à gonfler durablement la dette publique et, temporairement peut-être, l'épargne des ménages. |  |
| Sanitaire | Situation | Si la perspective d'une immunité de masse s'éloigne à mesure que l'on constate les difficultés rencontrées par les pays l'ayant tentée (Royaume-Uni puis Suède), la situation sanitaire s'améliore considérablement dans les pays européens et dans une moindre mesure aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. A l'inverse, la pandémie continue de s'aggraver dans les pays émergents, notamment dans les pays d'Amérique Latine qui subissent de plein fouet les conséquences de l'arrivée de l'automne. |  |
| | Tests - Masques | Dans la lignée de la semaine passée, les politiques massives de tests de la population et de distribution de masques ont permis d'en démocratiser l'usage. L'utilisation du masque est moins sentie comme un inconvénient par les citoyens. |  |
| | Recherche | Face aux nombreuses annonces sans suite entendues çà et là autour des vaccins / traitements / concepts comme l'immunité croisée, il est réaliste de penser qu'un grand pas en avant au niveau mondial ne sera pas fait avant plusieurs mois (plutôt 2021). La question du vaccin sera sans doute un élément central en automne. Wait and see. |  |

USA : indicateur hebdomadaire d'activité

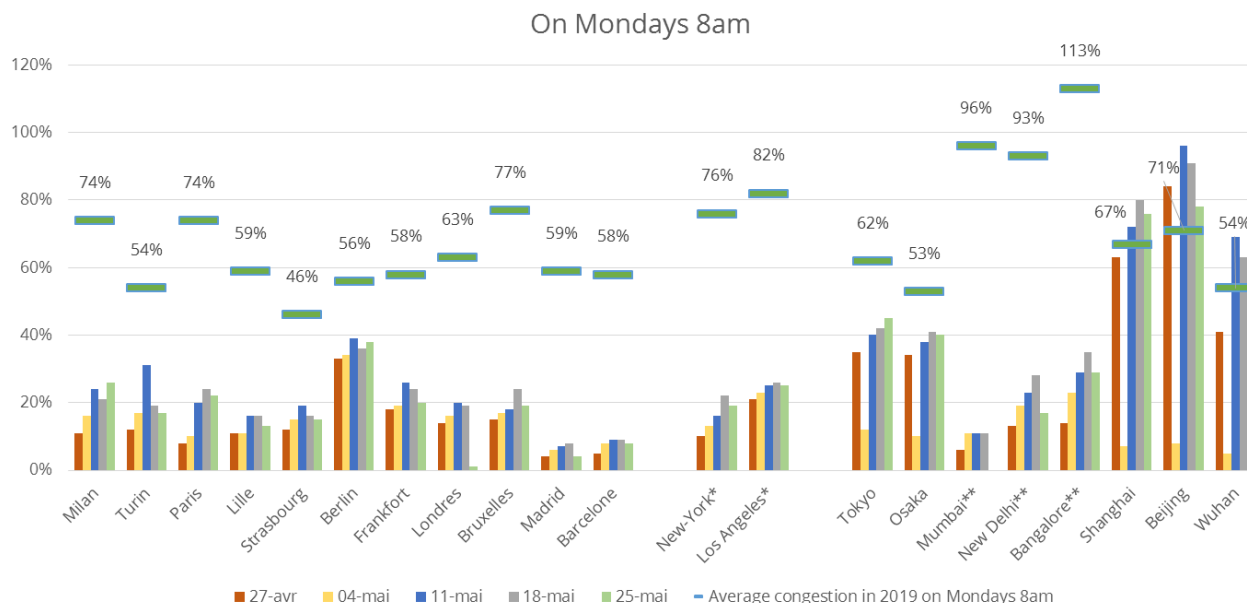
L'indicateur hebdomadaire d'activité de la Fed continue de se redresser à -9,87 au 23 mai. Il a de nouveau été révisé en hausse la semaine précédente, à -10,03. Ainsi la tendance à l'amélioration est-elle maintenant installée depuis le point bas de fin avril à -10,90. La chute du PIB au T2 devrait pourrrait être de -8,5% à -9% sur un trimestre (variation non-annualisée) et autant sur un an. Il faut attendre d'avoir une idée du niveau atteint en fin de trimestre pour envisager de projeter une estimation, même approximative pour le T3 ou pour l'ensemble de l'année 2020. En imaginant que l'on puisse revenir au niveau du PIB atteint l'an dernier au second semestre, hypothèse peut-être un peu optimiste cela étant, la variation du PIB pour l'ensemble de 2020 serait alors de -1,5% seulement !



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 : I - transports

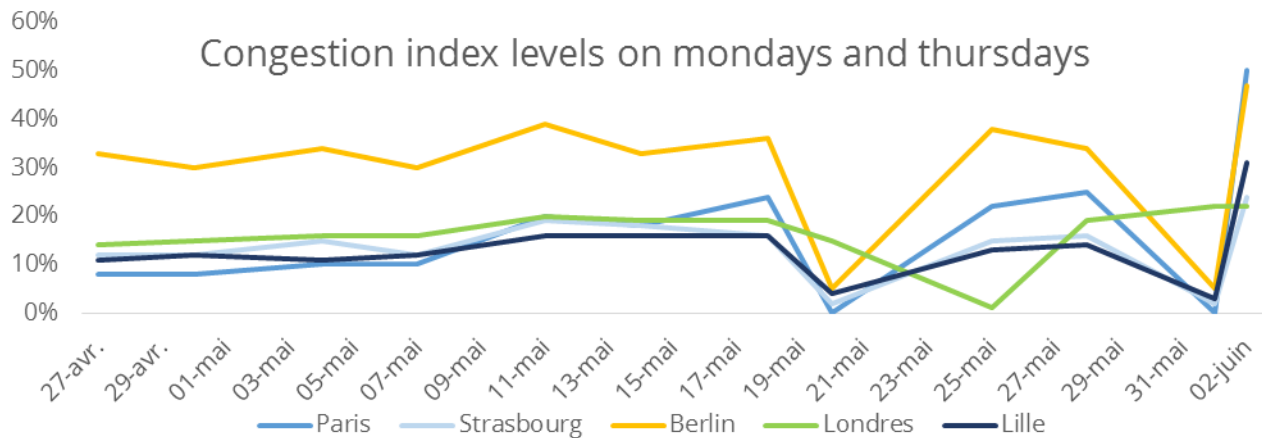
Le rythme du déconfinement s'accélère en France et les acteurs économiques sont pressés de reprendre leur activité en Europe et aux Etats-Unis suite à la levée des mesures radicales. Grâce aux données rendues accessibles quotidiennement par l'opérateur de géolocalisation TomTom, nous retraçons l'évolution 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

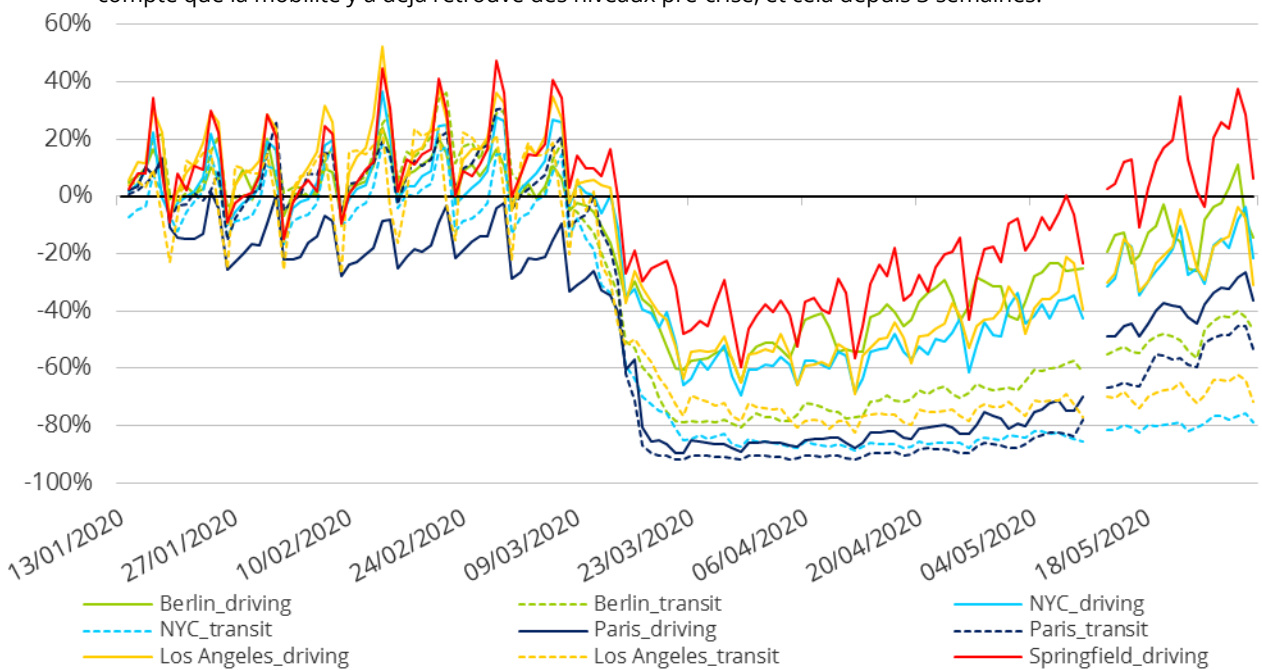
Le week-end de Pentecôte a influencé fortement les données récupérées pour les villes européennes ce lundi 1er juin. Les statistiques recueillies affichent un *congestion index* très faible (Milan 8%, Berlin 5%) voire nul (Paris et Bruxelles). Dans le même temps, le trafic dans les villes asiatiques s'accroît fortement (Japon, Inde). L'étude de ces données au mardi 2 juin présente le double avantage de supprimer l'effet Pentecôte pour les villes européennes et d'observer l'effet du passage à la phase 2 du déconfinement en France.



L'influence des jours fériés sur le *congestion index* est clairement visible (Ascension et Spring Bank Holiday le 25 mai à Londres). Le graphique ci-dessus montre deux aspects : d'une part ces jours fériés n'ont qu'un impact de 24h sur le trafic (plutôt évident, les niveaux de Berlin et Londres sont récupérés le lendemain) ; d'autre part, la phase 2 française permet aux villes françaises de doubler leur *congestion index*. La décision politique semble constituer l'élément le plus impactant pour de soudaines hausses de l'indice.

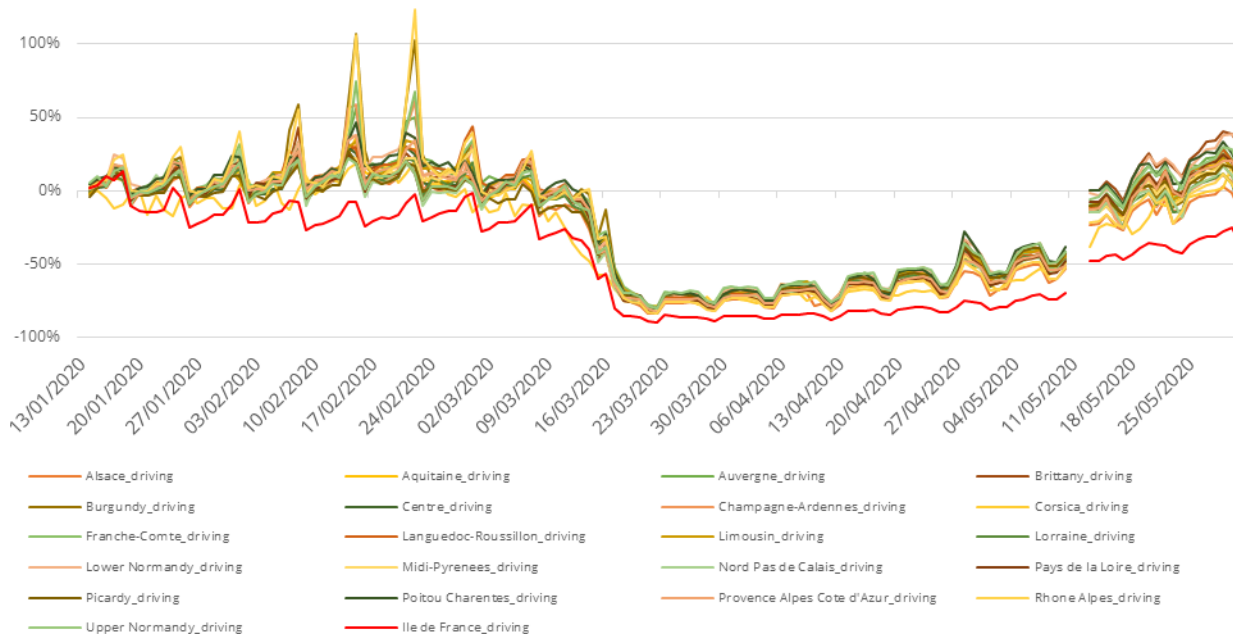
En complément des données TomTom, nous récupérons les données de l'application Plans que Apple a mises à disposition à travers des rapports quotidiens. L'outil indique l'évolution des demandes d'itinéraires sur une région en prenant pour base le 13 janvier 2020. L'étude de ces données permet d'observer plus précisément trois aspects de la reprise :

- La reprise du trafic urbain se poursuit et passe au-dessus des niveaux de janvier pour Berlin (driving).
- Poursuivant les analyses faites la semaine passée, les transports en commun sont toujours délaissés dans les grandes villes face à la voiture alors qu'ils étaient privilégiés en janvier et février 2020 (très visible à New York et Los Angeles, villes tentaculaires, par rapport à Berlin et surtout Paris, plus compacte).
- L'ajout de Springfield (Massachusetts), une ville plus petite et à l'étiquette moins cosmopolite, permet de se rendre compte que la mobilité y a déjà retrouvé des niveaux pré-crise, et cela depuis 3 semaines.






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

L'évolution des mobilités entre les grands centres urbains et les zones plus éloignées des vecteurs de la mondialisation semble indiquer que les « campagnes » reprennent avec un entrain plus prononcé l'activité économique. Le télétravail y est un peu moins de mise et les réseaux de transport public adoptés dans une moindre mesure. Ci-dessous l'évolution du trafic sur les routes par les données Apple pour les différentes régions françaises. L'Ile de France est, sans surprise, à la traîne. A noter qu'Apple ne tient pas compte de notre nouvelle géographie régionale.



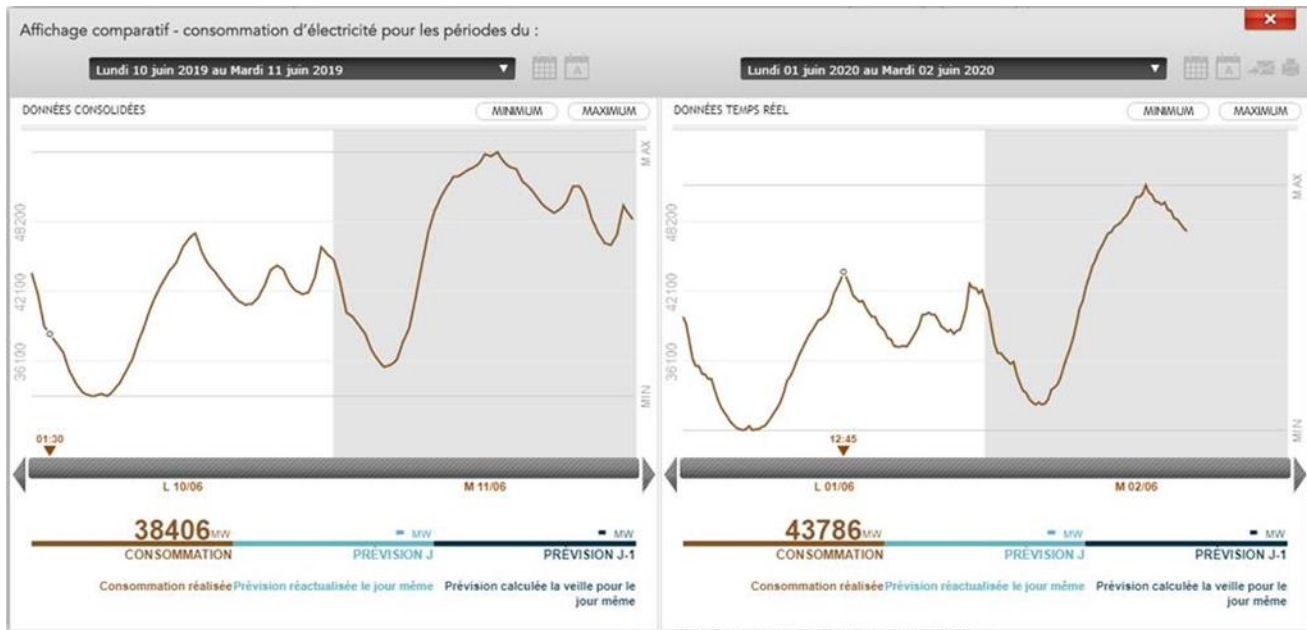
Indicateurs physiques simples : II – consommation d'électricité

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 premier jour ouvré à 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 11, 18 et 25 mai et le mardi 2 juin).

| |  |  |  |
|---------|---|---|---|
| | 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% |
| 02-juin | 47,6 -3,80 -8% | 28,5 -3,3 -12% | 72,2 -1,0 -1% |

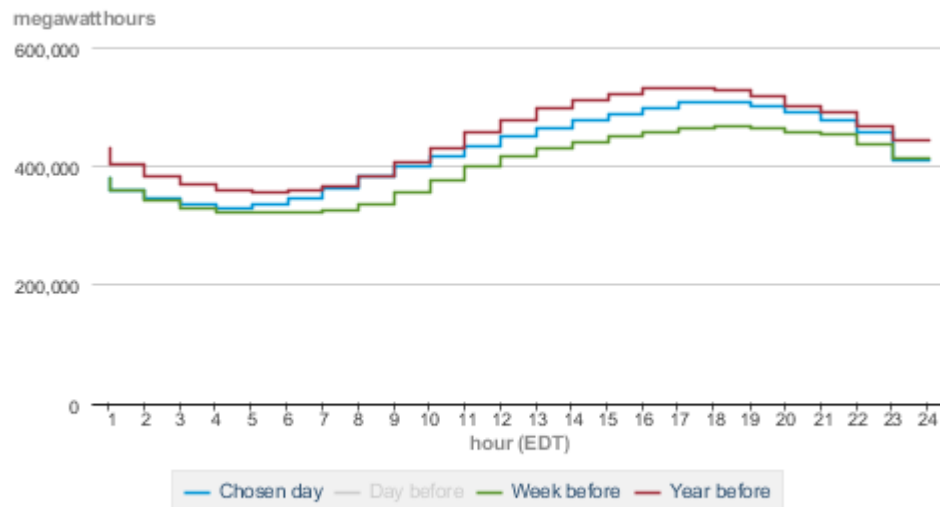
Trois constats :

- Premièrement, l'entrée de la France dans la deuxième phase de déconfinement s'observe en partie avec un nouveau resserrement du niveau de consommation vers les standards de l'année passée (-8% versus le 04/06/2019). Par souci de rigueur, il convient de mettre en comparaison l'évolution par rapport au mardi suivant le lundi de pentecôte de l'année passée (10/06), on obtient alors un écart de -10%/-11% comme la semaine passée.
- Deuxièmement, la perte de consommation d'électricité en Espagne reste stable d'une semaine à l'autre lorsque l'on compare à l'année passée (-12%).
- Troisièmement, les chiffres allemands confirment un retour à la normale après 4 semaines de niveaux de consommation d'électricité presque similaires à l'année passée.



Outre-Atlantique, nous avons collecté les données du 1^{er} juin aux Etats-Unis (courbe bleue). En comparant avec les courbes de la semaine passée (verte) et l'an dernier (marron-violet) on observe ainsi un certain retour à la normale.

U.S. daily demand curve



Commentaires divers

Economie - Macro

France

Avec **le repli des ventes au détail en France (-20,2% m/m en avril** après -16,9% en mars, et -34,1% sur un an) et la baisse de moitié des immatriculations automobiles en mai par rapport à l'an dernier, on dispose des premiers éléments relatifs à l'activité du T2. En s'appuyant sur la note de conjoncture de l'INSEE du 27 mai, qui estimait à 21% la perte d'activité post-confinement et les annonces gouvernementales sur la poursuite du déconfinement du 29 mai, **on peut se hasarder à estimer la variation du PIB du T2 qui serait proche de -17%** (non-annualisé) après -5.3% au T1 (chiffre révisé en amélioration d'un demi-point). Certes, cette chute est temporaire et sera largement compensée par les rebonds de T3 et T4, mais il n'est pas sûr que la bourse de Paris ait ce chiffre en tête.

En fin d'année il restera une hausse très significative du chômage. Rien qu'**en avril, la hausse du nombre de chômeurs sans aucune activité est impressionnante**, +843 000 après déjà 246 000 de plus en mars, soit une augmentation de 938 000 sur un an. En réalité une grande partie des nouveaux chômeurs correspond à un **transfert de catégorie, de ceux qui travaillaient un peu** (intérim, contrats courts et temps partiel) **vers ceux qui ne travaillent plus du tout**. Si l'on combine les différentes catégories, les variations reviennent à 209 000 en avril après +178 000 en mars, pour une hausse annuelle de +173 000. Ces chiffres n'incluent évidemment pas les salariés en chômage partiel. Le marché du travail en France semble gelé (à l'inverse de ce que l'on a pu voir aux USA). On peut espérer un retour progressif à la normale au cours de l'été, mais sans doute avec un étiage de chômage sensiblement plus haut.

Etats-Unis

Les données relatives au revenu et à la consommation des ménages américains pour avril révèlent un "effet d'aubaine" issu des mesures d'accompagnement de la crise sanitaire. Le revenu des ménages qui avait initialement diminué en mars, de 2,2% sur un mois, a rebondi en avril de 10,5%, bien au-dessus de la normale. Cette hausse provient des allocations distribuées aux ménages, indépendamment de leurs besoins réels, conséquence de l'absence d'un système préexistant de protection sociale (certains travailleurs ont un revenu de remplacement supérieur à leur revenu habituel). Si l'on ajoute les baisses d'impôts le revenu disponible progresse même de 12,9% effaçant et bien au-delà le repli de 2,1% noté en mars. Cela n'a pas bénéficié à la consommation qui plonge de 13,6% en avril, après déjà -6,9% en mars, soit une baisse totale de 19,0% en volume ou 19,6% en valeur. Compte-tenu d'une épargne "normale" de 1 300 mds de dollars par an, **le surplus d'épargne sur le mois d'avril est de 400 mds**, après déjà 70 mds en mars! Au-delà du rebond de la consommation post-confinement, c'est sans doute **une bonne nouvelle pour les marchés financiers**, dans la mesure où cette épargne ne financera que très partiellement la dette publique (essentiellement absorbée par la Fed). Une partie de ce revenu non-dépensé, qui est de l'épargne forcée, devrait permettre

d'obtenir **une franche reprise de la consommation à la fin du confinement**. Plus tard, après le retour à la normale, il restera sans doute des emplois perdus et de la consommation en moins, mais aussi, en raison de l'effet ciseaux (revenus/dépenses) un bon petit stock d'épargne supplémentaire.

PMI asiatiques

En Chine le PMI de mai est au-dessus de 50, il avait repassé cette barre dès mars, de sorte que le creux de cycle se limite à une seule observation, celle de février, à 40,3, donc pas dramatique. A l'inverse, **le PMI de Corée ne parvient pas à redécoller**, il s'inscrit à 41,3 en mai après 41,6 en avril et il faut remonter à janvier pour trouver un chiffre voisin de 50, le creux d'activité y est donc beaucoup plus durable qu'en Chine. Autre schéma **en Inde, où la chute du PMI a été tardive, mais très brutale**, de 51,8 en mars à 27,4 en avril avec un redressement à peine amorcé à 30,8 en mai. Le PMI de Taïwan est dans un schéma intermédiaire entre ceux de Corée et d'Inde, avec une chute tardive, en avril à 42,2 après plus de 50 en mars, mais sans aucune amélioration en mai à 41,9. **Hormis l'Inde**, il faut quand même retenir que **l'ampleur de la perte d'activité en Asie n'est en rien comparable à ce que l'on voit en Europe**.

Soutien des institutions publiques – Monétaire

La BCE avait accéléré ses achats de titres pour le PEPP (le programme d'urgence lié à la pandémie) en mai, **mais** cette accélération semble ponctuelle. **Les achats ont diminué au cours de la dernière semaine de mai**. Par ailleurs, certains des titres achetés sont des titres très courts, puisque les premiers remboursements ont eu lieu dans la seconde quinzaine de mai. Puisque l'objectif est fixé en montant achetés et non en encours détenu, cet artifice pourrait **permettre de respecter la clé de répartition, tout en modulant l'encours qui sera détenu en fin d'année**. En l'absence de précision sur la politique de réinvestissement applicable au PEPP, c'est un des sujets qui pourrait être évoqué lors de la conférence de presse de jeudi. En ce qui concerne, les opérations de refinancement bancaire, **on voit se dessiner un appétit très fort pour le prochain TLTRO III, valeur 24 juin**. Si les banques commerciales ont boudé le programme PELTRO (moins d'un milliard demandé pour l'opération à 16 mois de la semaine dernière), elles continuent chaque semaine à participer à l'opération qui leur procure des liquidités jusqu'au 24 juin. Ainsi, ce ne sont pas moins de 376 mds d'euros de *repo*. "normaux" qui viendront à échéance ce jour-là, en plus des 157 mds du 1^{er} TLTRO II qui arriveront à échéance.

i 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 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.