



Le « V » de la victoire clamée sur le Covid sera-t-il aussi celui du rebond des marchés ?

Cette semaine, les marchés ont opté pour le scénario d'une sortie de crise « en V » : l'Euro Stoxx a gagné 11% en une semaine, le S&P 500 a presque retrouvé son niveau de début d'année et le NASDAQ l'a même dépassé, alors que les prix des obligations d'entreprise se redressent à vive allure et que les acheteurs peinent à trouver du papier. Plusieurs éléments justifient ce vif rebond. Sur le plan sanitaire, la situation s'améliore nettement. Sur le plan économique, la reprise se profile indéniablement, le rapport sur l'emploi américain a sonné la charge, et il est probable qu'en moyenne, passées les données d'avril-mai, les chiffres des prochains mois montreront une pente nettement positive. Par ailleurs, l'excédent de relance monétaire profite encore plus aux marchés financiers qu'à l'économie. Et la relance budgétaire semble aussi, et volontairement, surdimensionnée, ce qui ouvre la possibilité d'un redémarrage violent dès le T3 (voire même en juin), ouvrant la porte à une belle reprise en V.

Pour justifié qu'il soit, le rebond nous paraît un peu rapide... En effet, le rythme auquel l'activité repart demeure inégal. Certains secteurs sont déjà en train de rattraper l'activité perdue au printemps, "la maison rouvre et tourne à 110%" !, mais pour combien de temps ? D'autres secteurs sont à la peine, on voit ainsi beaucoup de dépôts de bilan et la multiplication des plans de suppressions de postes. Des entreprises déjà en difficulté avant le Covid que la crise oblige à agir fort et dans la précipitation ; mais aussi dans les secteurs où l'activité restera longtemps victime de la pandémie, on pense à l'aérien, au tourisme, ou à l'événementiel (sport inclus). Sans parler des risques sanitaires résiduels à court terme (US, UK, Amérique Latine) et dans les mois qui viennent (risque que le Covid soit une maladie saisonnière et redémarre avant qu'un vaccin ne soit trouvé), ni des risques d'exécution des plans de soutien américain ou européens, des risques d'évolution des *business models* (relocalisation, etc), des élections présidentielles aux Etats-Unis, du Brexit, et du renouveau des tensions commerciales (US-Chine, US-Europe, etc.).

Au total, le redémarrage actuel est très encourageant, mais il est allé un peu vite. Bref, nous avons opté pour une certaine prudence et attendrons un léger retour pour ré-augmenter les positions.

Evolutions des marchés du 29 mai au 5 juin 2020

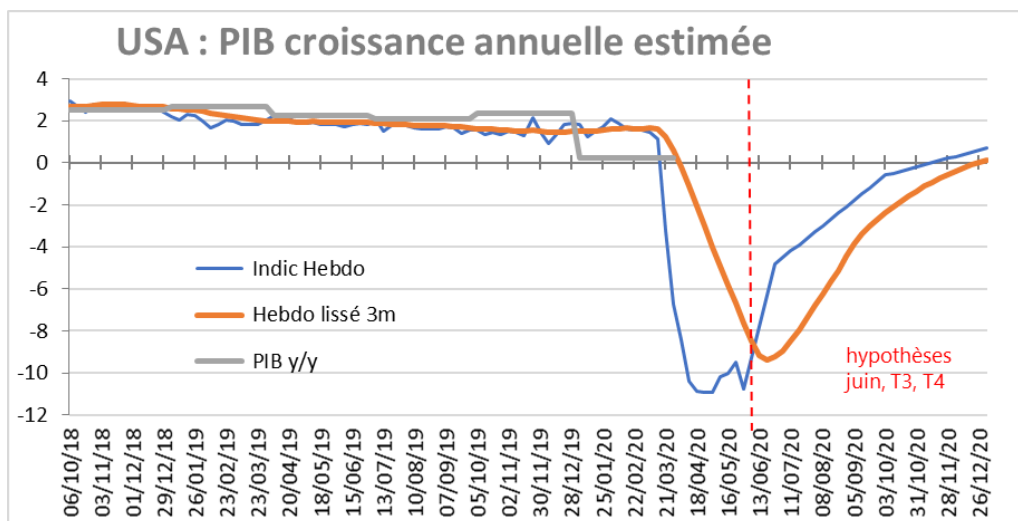
Actions	La hausse des marchés la semaine passée est impressionnante avec l'Eurostoxx qui signe une hausse de 11%, prolongeant la surperformance vis à vis ses homologues américains. Les secteurs les plus touchés par la crise sont les moteurs de ce rebond.
Crédit	Les marchés crédit signent également une semaine de détente exceptionnelle: le Xover efface 90bp et termine la semaine à 337bp. L'afflux de liquidités ne laisse guère aux investisseurs que le marché primaire pour se positionner dans un marché rapide. Les dettes décotées surperforment.

COVID-19 Tableau de suivi du 29 mai au 9 juin 2020 (présentation en note de fin de document ¹)

Economie	Macro*	Le rapport sur l'emploi US suggère que la sortie de crise se fait en forme de V, sans encore pouvoir préciser la pente de la courbe ascendante du V. C'est la première "hard data" disponible pour mai, les autres pourraient être du même tonneau.	↑
	Micro	Bonne capacité à sécuriser du cash, via des prêts garantis ou désormais via l'accès au marché primaire pour les entreprises les plus touchées par la crise.	↗
Soutiens des institutions publiques	Budget*	Les nouvelles mesures n'arrêtent pas. En France le déficit de l'Etat est maintenant estimé à 220 mds avec de nouvelles mesures sur le chômage partiel, l'apprentissage, l'aérien... L'Allemagne a ajouté 130 mds d'euros pour un plan dont l'objet est d'accélérer la reprise très vite (il comprend une baisse temporaire de la TVA au S2).	↑
	Monétaire*	La BCE augmente son PEPP de 600 mds, plus que prévu, pour le porter à 11% du PIB. C'est mieux qu'attendu (cf. commentaires ci-dessous).	↗
	Accessibilité	L'accessibilité est en constante amélioration, en France par exemple, avec 85mds d'euros de PGE accordés et une prolongation de l'indemnisation du chômage partiel, selon des modalités dégressives, en 2021 et peut-être jusqu'en 2022.	↗
Sanitaire	Situation	La situation sanitaire continue de s'améliorer en Europe malgré la fin du confinement. Les importantes manifestations antiracisme aux Etats-Unis font émerger la crainte d'un rebond de l'épidémie. Globalement, les morts s'accumulent encore en nombre et l'Amérique latine est dans l'œil du cyclone.	→
	Tests - Masques	Si les tests s'effectuent à plein régime et confirment l'évaporation du risque, les stocks de masques commencent à s'accumuler en France. Le fameux principe de précaution.	→
	Recherche	Les anticipations n'envisageant pas de progrès dans la recherche sur le court terme, les annonces se raréfient.	→

USA : indicateur hebdomadaire d'activité

Après un chiffre révisé en hausse au 23 mai, le nouvel indice hebdomadaire d'activité de la Fed (indicateur instantané du glissement annuel du PIB), **a connu un accès de faiblesse en toute fin de mois** et pointe vers un recul du PIB de - 10,8%, très proche des plus bas de fin mars début avril (- 1,9%). Néanmoins, nous croyons que la tendance à l'amélioration est maintenant installée (de plus le dernier point pourrait être révisé en hausse comme on l'a vu pour les semaines précédentes). Ainsi un redressement de 1,5 point par semaine en juin permettrait toujours d'afficher un PIB pour le T2 à - 9% (t/t non-annualisé) et à - 9% également sur un an.

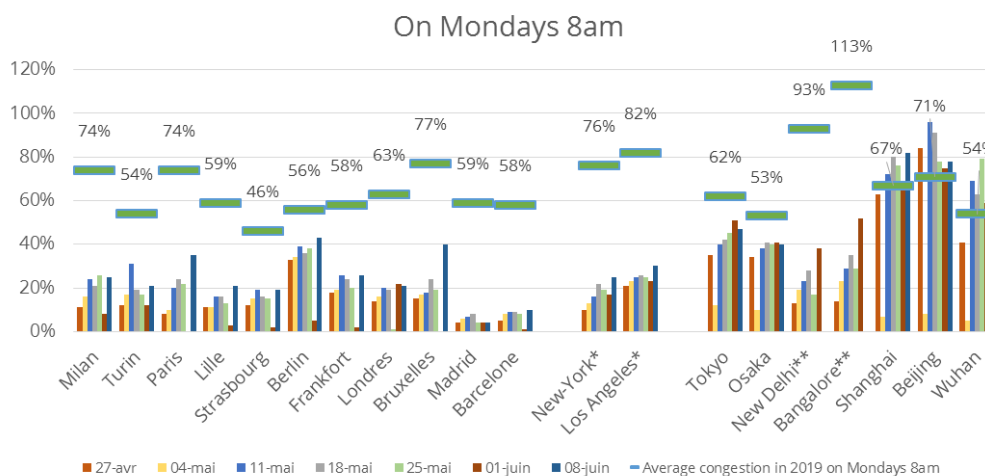


NB : La réserve fédérale américaine publie un indicateur hebdomadaire d'activité, élaboré à partir d'une dizaine d'indicateurs quotidiens ou hebdomadaires, cet indice est calé de façon à faire apparaître directement le glissement annuel estimé du PIB sur la semaine considérée.

Pour aller plus loin, le graphique ci-dessous présente un scénario qui permet d'envisager d'ici la fin d'année 2020 un retour au niveau d'activité de 2019 (avec un PIB T4 inchangé par rapport à l'an dernier, la courbe orange). Cela requiert des hypothèses assez agressives, dans notre exemple, une amélioration moyenne de l'indice 0,3 point par semaine au cours du T3, puis de 0,1 point tout au long du T4. Ainsi on obtiendrait des variations trimestrielles du PIB, après les -9% du T4, d'environ + 7 ⅓ au T3 (soit - 2 ½ sur un an), puis au moins + 3% au T4 (toujours non-annualisé). **Ce scénario assez rose nous laisserait avec une baisse du PIB finalement assez modeste de - 2,8%** sur l'ensemble de l'année, baisse susceptible d'être corrigée dès 2021

Indicateurs physiques simples : I - transports

Grâce aux données rendues accessibles quotidiennement par 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.

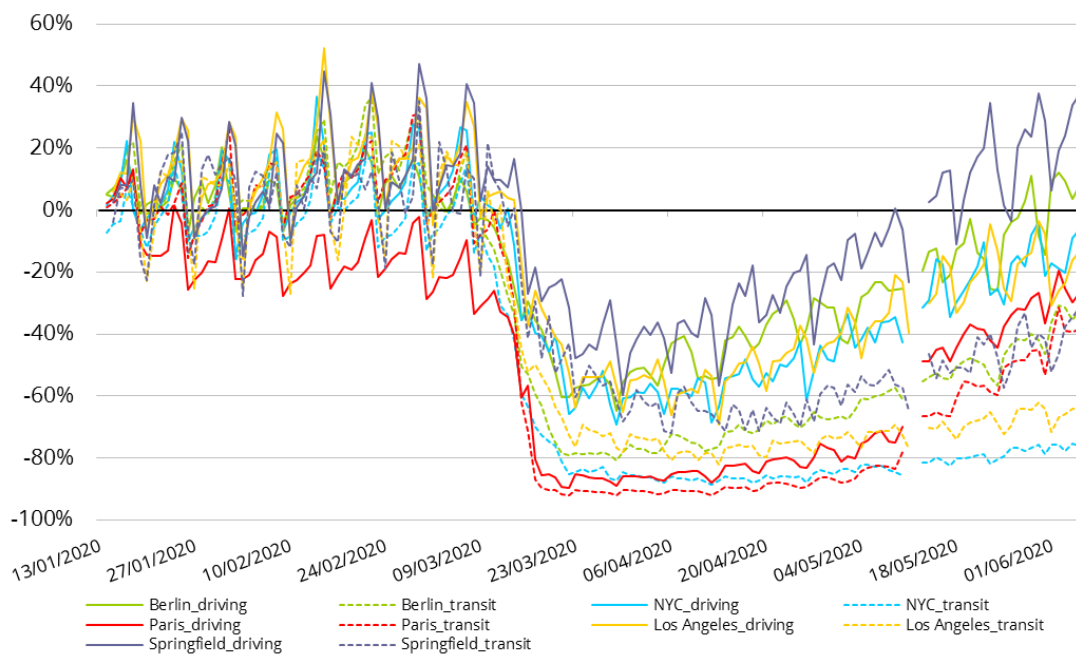


* Données récoltées les vendredis 17h

** Données récoltées les lundis 18h

Les villes européennes affichent un net rebond atteignant les plus hauts niveaux observés depuis avril (Paris 35%, Berlin 43%, Bruxelles 40%). Ceux-ci sont toutefois toujours très en deçà de la moyenne de l'année dernière pour chacune de ces villes. En parallèle, la Chine tourne toujours à plein régime, les indices demeurant supérieurs aux moyennes passées.




Les données de l'application Plans d'Apple, qui indiquent l'évolution des demandes d'itinéraires sur une région en prenant pour base le 13 janvier 2020, montrent que la reprise du trafic urbain se poursuit et rattrape les niveaux de janvier à New York et à Los Angeles (En France, le trafic se situe encore à -25%) ; que les transports en commun continuent d'être délaissés dans les grandes villes face à la voiture ; qu'avec l'exemple d'une ville plus petite des Etats-Unis (150k hab), Springfield (Massachusetts), les données permettent de se rendre compte que la mobilité y est à présent presque au plus haut cette l'année !



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

Indicateurs physiques simples : II – consommation d'électricité

Nous comparons la moyenne de la consommation d'électricité le premier jour ouvré à 10h-10h30 en France, en Espagne et en Allemagne par rapport à un calendrier similaire l'année passée (soit ici les lundis 11, 18 et 25 mai, le mardi 2 juin et le lundi 8 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%		
08-juin	47,5	-4,92	-10%	27,5	-3,3	-12%	65,6	-3,5	-5%		

En France, ces niveaux semblent se stabiliser autour de -8% / -10% par rapport à 2019. En Espagne, la même stabilité perdure (autour de -12% dans ce cas). Combinées aux statistiques de la mobilité, les données de la consommation d'électricité attestent d'un lent redémarrage en Espagne. En Allemagne, on observe une légère baisse (-5% par rapport à l'année dernière), ce qui ne devrait pas changer le constat d'une reprise dynamique outre-Rhin.

Commentaires divers

Economie - Macro

France : vers une hausse en partie transitoire de la dette

Le gouvernement français prévoit **-11% de croissance** en 2020, **11,4% de déficit budgétaire** et 120,9% de dette publique. **Le ratio d'endettement augmente plus à cause de la baisse du PIB qu'en raison du déficit!** Nous avons calculé que ces chiffres sont cohérents avec un déflateur à +0,7%. Dans le cas d'un retour du PIB nominal en 2021 à son niveau de 2019 (l'inflation compensant la perte d'activité), cela suffirait à ramener le ratio d'endettement à 108,3% auquel il faudra ajouter le déficit 2021 pour obtenir le vrai niveau d'endettement brut. A noter que la dette nette sera moins lourdement affectée puisqu'une partie du déficit correspond à des prêts et des prises de participation.

Etats-Unis : le point bas du V est dépassé

Après avoir fermé 21ms de postes en avril, les USA en ont rétabli 2,5 mns en mai soit 12% des postes perdus, le point bas de la fameuse courbe en V ou en U a été dépassé. Le rapport sur l'emploi américain amorce juste la reprise, il nous suggère que la courbe serait plutôt en V qu'en U. C'est le premier indice à nous dire cela car **c'est le premier, et pour l'instant le seul, dont on dispose pour le mois de mai**, et c'est pour cela que c'est une surprise ! **Les autres indices économiques devraient nous dire, peu ou prou, la même chose.** Logiquement, **le taux de chômage rebaisse de 14,7% à 13,3%**, il efface ainsi entre 13 et 14% du mouvement du mois dernier.

Les *Initial Jobless claims* déclinent lentement de -250k à 1.9M, ce qui plaide plutôt pour **une pente ascendante du V encore faible à ce stade.** Les *continuing jobless claims* remontent un peu de 650k à 21.5M. Cet indice qui, curieusement, s'améliore une semaine sur deux, fait donc une pause ce qui a déçu le marché. Ces données ne donnent pas d'indication sur la pente future de la partie ascendante du V, ni sur le niveau auquel on peut espérer que l'économie pourra se trouver après le retour à la normale : identique ou inférieur à celui d'avant la crise.

Enfin, le salaire horaire moyen corrige sa hausse d'avril. Il avait été gonflé de +4,7% m/m par la disparation proportionnellement plus forte des postes à bas salaires (pour lesquels le télétravail est impossible) que pour les postes à haut salaire (nous avons calculé que le salaire moyen des emplois suspendus était de l'ordre de 70% du salaire moyen des emplois conservés). En mai, le mouvement s'inverse et le salaire

horaire baisse de 1,0%. En fait il combine la hausse tendancielle normale d'environ 0,3% par mois et une correction, qui devrait être de l'ordre de 12%, de la déformation du mois précédent. A l'analyse, il s'avère que, soit la correction est un peu plus importante, de l'ordre de 16%, soit la tendance haussière sous-jacente du salaire tend à s'amenuiser, ce qui est possible en cette période de crise (mais sans que l'on puisse dire si ce passage à vide est transitoire ou un peu plus durable). **Il faudra donc guetter, au cours de l'été, les signes d'une éventuelle désinflation salariale** aux Etats-Unis.

Soutien des institutions publiques – Monétaire

Lors de la réunion de politique monétaire du 4 juin **la BCE a décidé d'augmenter le PEPP** (Pandemic Emergency Purchase Program) de 600 mds pour le porter à 1350 mds (soit de 6% à 11% du PIB 2019), une hausse supérieure à celle qu'espéraient les marchés. De plus la période d'investissement est prolongée au moins jusqu'à fin juin 21. On n'a pas eu plus de précisions sur **les importantes flexibilités existantes** : le rythme des achats, la répartition géographique et les types d'actifs acquis. De plus, et c'est important, les lignes remboursées seront intégralement réinvesties au moins jusqu'en 2022 (donc le PEPP restera in fine prisonnier des clés de capital). Les prévisions économiques, tant pour la croissance (-8,7% en 2020) que pour l'inflation (0,3%) ont, évidemment, été sévèrement revues en baisse. Malgré les rebonds de 21 et 22, le niveau du PIB en 2022 reste 4,2 points en deçà du niveau prévu en mars dernier. **L'inflation, quant à elle, est prévue en 2022 à 1,3%, c'est-à-dire encore très loin de l'objectif de la BCE.** Le tout avec des risques encore orientés à la baisse.

Interrogée sur la décision de Karlsruhe, C. Lagarde a rappelé à de nombreuses reprises que 1/ la BCE était soumise aux décisions de la seule CJUE, laquelle a approuvé le PSPP en 2018, et que 2/ ses décisions sont régulièrement (et encore le 4 juin) analysées pour en vérifier la nécessité, l'efficacité et le ratio coûts/bénéfices. La réponse est donc sur le fond du débat et non sur le jugement de la cour allemande de façon à préserver l'indépendance de la BCE et éviter de se confronter à des décisions, politiques ou juridiques, nationales. La hausse de l'enveloppe du PEPP est ainsi justifiée par la BCE comme nécessaire pour atteindre l'objectif d'inflation.

Achévé de rédiger par Pierre Filippi, Alexis Merville, Vincent Perret et Dominique Barbet le 09/06/20 à 18h00

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.