

LA CHRONIQUE DE

Par **Brigitte TROQUIER**
Economiste

5 mai 2020



La synthèse

Le Covid-19, le confinement suivi du progressif déconfinement s'infiltrent dans tous les segments de l'économie et aucun comportement, qu'il soit celui des ménages, des entreprises ou des Etats n'en réchappe. **Seuls les marchés boursiers** semblent déjà passer à l'après. A court terme, les résultats des entreprises ne seront pas épargnés par cette crise...mais pour les investisseurs c'est déjà le passé



La conjoncture

Etats Unis

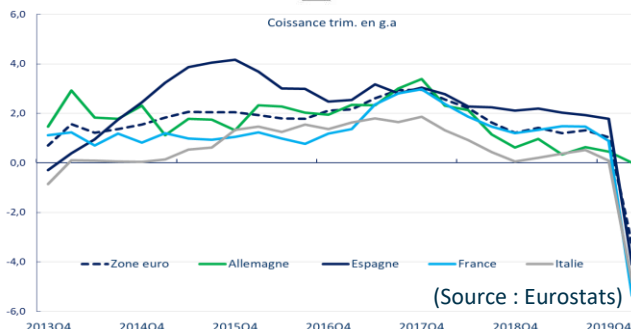
- **Recul fort de l'activité industrielle** en avril avec un ISM à 41,5 après 49,1 en mars.
- **Le déficit commercial** s'est contracté de plus de 5,5 Mds \$ en fév, à 39,9 Mds \$. Les exportations de biens ont augmenté de 1 Mds\$ reflétant une demande dans le secteur automobile et les moteurs. Les importations de biens et services ont chuté de 6,3 Mds\$, effet direct du Covid avant même le confinement.

Zone euro

- **Le taux de chômage** a progressé un peu moins que prévu à 7,4% en mars contre 7,3% en fév.
- **En Allemagne, le taux de chômage** attendu à 5,2% s'est établi à 5% en av.
- **En France, la confiance des ménages** a perdu 8 pts à 95 en av., chiffre néanmoins supérieur aux attentes.
- **En France, les ventes au détail** ont reculé de 17,9% sur un mois en mars, un chiffre qui pourrait être revu après affinement des données.
- **En Espagne, le chômage** s'est établi à 14,4% au T1 2020 contre 13,8% au T4 2019.

Chine

- **Le PMI manufacturier** qui avait rebondi en mars s'est à nouveau effrité de quelques points à 49,4 en avril vs 50,1 en mars.
- **Le PMI des services** gagne 0,9 pt en avril à 53,2 contre 52,3 en mars.



Zone euro : le Covid n'épargne aucun membre

Le PIB de la zone euro s'est retourné de -3,8% au premier trimestre 2020. Ce résultat sans surprise, correspond à 3 ans de croissance. Ce retournement n'épargne aucun des pays de l'UEM ... mais à différents degrés. Ainsi, le recul en Italie est-il de -4,7%, celui de l'Espagne de -5,2% et celui de la France -5,8% selon l'Insee. Ces différences tiennent évidemment à la durée et à la fermeté du confinement. Et si ces 3 résultats représentent à peu près les 2/3 de la baisse du PIB de l'UEM sur le trimestre, celui de l'Allemagne disponible le 15 mai, serait bien meilleur que la moyenne de la zone et peut être même inférieur à -3%. Le Covid-19, choc sanitaire mondial, se traduit par un choc économique d'ampleur inégale. La clôture des activités en Allemagne a été plus tardive et moins radicale, la reprise est plus homogène. La baisse de 35% de l'activité en France sur mars ne serait que de 17% en Allemagne selon l'Ifo. Le soutien budgétaire allemand **est aussi d'une plus large envergure.**

Ces chiffres, affinés, pourraient se révéler moins excessifs dans la reprise. Pourtant ces écarts pourraient perdurer. Le rythme du dé-confinement s'ébauche déjà différemment. Les différences de modèle, antérieures à la crise, vont aussi dessiner le profil de la reprise face à ce choc. L'industrie allemande, plus de 22% du PIB, s'organise déjà pour la sortie alors que le tourisme espagnol, un peu moins de 12% du PIB, va rester sinistré plusieurs mois encore. Les marges des pouvoirs publics en matière d'aides sont un autre élément de l'équation de la reprise. La marge budgétaire de l'Allemagne, ses coûts de financement, le niveau de sa dette sont un atout mais une contrainte en Italie ou en Espagne et dans une moindre mesure en France. La demande mondiale en berne va freiner l'activité d'exportation de l'Allemagne, plus que celle de la France néanmoins.



Les marchés

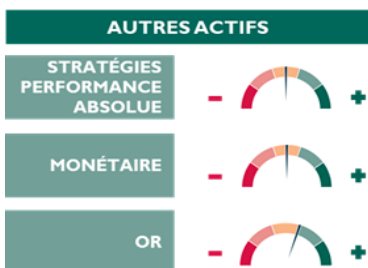
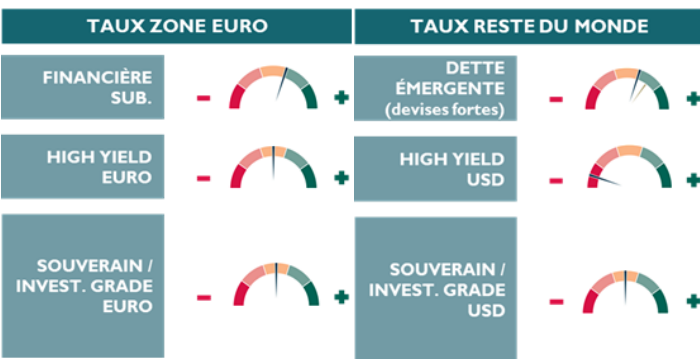
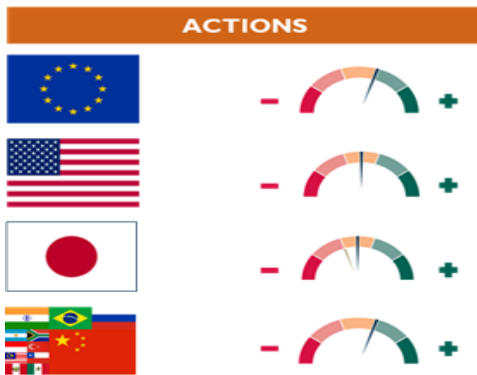
Les marchés de taux

Les banquiers centraux sortent un arsenal qui semble sans limite...

les actions

Les publications trimestrielles vont afficher les effets de la perte d'activité et probablement permettre de mieux apprécier les perspectives sur le second trimestre.

L'évolution des classes d'actifs



allocation précédente mai 2020 allocation actuelle



Les principaux indices

| Marchés | 01/05/2020 | Variation semaine (%) | Depuis 30/12/2019 (%) |
|---------------|------------|-----------------------|-----------------------|
| S&P 500 | 2884,9 | 3,1 | -10,7 |
| Nasdaq | 8749,42 | 3,1 | -2,5 |
| DJEurostoxx | 2933,22 | 3,3 | -22,3 |
| CAC 40 | 4578,1 | 3,4 | -24,1 |
| Nikkei | 19827,73 | 2,4 | -16,8 |
| MSCI Emerging | 53324,32 | 2,4 | -23,8 |

| | 01/05/2020 | 24/04/2020 | 30/12/2020 |
|------------|------------|------------|------------|
| \$/€ | 1,1 | 1,1 | 1,14 |
| Brent \$ | 25,68 | 30,64 | 68,46 |
| OAT 10 ans | -0,11 | 0,1 | 0,052 |
| US 10 ans | 0,65 | 0,95 | 1,87 |
| Or Once \$ | 1686,25 | 1653,25 | 1514,75 |



TLTRO, PELTRO, La BCE dégage à nouveau

Limitée en matière de taux, la BCE intensifie ses actions en termes de liquidités. Dans une Union, où l'intermédiation bancaire est cruciale pour faire circuler les financements, elle assouplit encore les conditions de ses opérations de TLTRO(3) à partir du 24 juin 2020, réduisant finalement le coût des taux de dépôts négatifs déjà assouplis par le Tiering. Elle diminue le taux d'emprunt de 25 pts. Il pourra de ce fait s'établir entre -0,5% et -1% selon les efforts de prêts des établissements. Et le potentiel de financement des TLTRO s'élève à 2 900 Mds€. Ce contexte extra ordinaire conduit la banque centrale à aller plus loin. Elle lance 7 opérations « d'urgence pandémique » ou PELTRO qui viendront en complément des TLTRO, à un coût un peu plus élevé mais sans conditionnalité.

Cet arsenal vise à assurer et encourager la liquidité au profit des clients des banques qui en ont et qui en auront besoin en sortie de crise.

Les investisseurs ont été un peu déçus que la BCE ne renforce pas une fois de plus son programme PEPP de rachats de titres qui vise déjà 750 Mds d'actifs et qui expire fin décembre. Il est vrai que depuis le second message de la Présidente de la BCE du 18 mars dernier, les taux allemands se sont à nouveau détendus à -0,6%. Mais, les spreads de la France, de l'Italie et de l'Espagne sont plus instables et restent, à divers degrés, supérieurs à ceux d'avant la crise, 50, 236 et 131 respectivement aujourd'hui. La priorité de la BCE c'est le circuit du crédit et en zone euro, il passe d'abord par le secteur bancaire. Ces dernières mesures vont fluidifier un peu plus les canaux pour une durée un peu plus longue encore.