

Épidémie de Coronavirus : notre analyse macroéconomique

29 mai 2020

<https://lazardfreresgestion-tribune.fr/coronavirus-quelle-est-notre-analyse/>



COVID19 – Retrouvez ici nos éléments d’analyse au 29 mai 2020

Confrontés à une crise exceptionnelle, qui évolue rapidement, nous vous proposons de partager nos éléments d’analyse. La note est divisée en trois chapitres : épidémie, économie et marchés. Ces chapitres sont eux-mêmes séparés en trois parties :

un état des lieux qui résume notre vision des choses;
notre grille d’analyse qui précise ce que nous surveillons;
les éléments récents qui sont en **gras** pour être identifiés plus rapidement.

Cette note est mise à jour chaque mardi et vendredi.

ÉPIDÉMIE

État des lieux

Après plus de trois mois d'épidémie, force est de constater que le covid-19 reste une maladie très mal connue et que nombre de questions demeurent non résolues : que vaut le taux de reproduction du virus (R0) ? Cette notion a-t-elle vraiment du sens puisqu'elle n'est pas intrinsèque au virus mais semble dépendre des pays et d'autres facteurs ? Quel est l'impact du climat sur le virus ? Est-il saisonnier ? Quelle est la part de la population naturellement protégée ? Pourquoi existe t-il de telles disparités entre pays ? Faute de réponses claires à ces questions, il nous semble essentiel de nous concentrer sur le comportement factuel de l'épidémie, pour évaluer sa trajectoire et ses implications.

Les premières études sérologiques ont permis de montrer que la létalité du covid-19 est plus faible qu'estimée initialement : entre 0,35% et 0,90% contre des chiffres à plus de 3% il y a deux mois. La très faible létalité chez les personnes jeunes et non atteintes de maladie chronique est maintenant bien établie. L'immunité de groupe, qu'on estime atteinte quand environ 70% de la population est protégée, paraît hors de portée à court terme. Aucun pays ni ville pour lesquels des estimations sont disponibles n'ont atteint la moitié de ce niveau. Certains traitements sont porteurs d'espoir (remdesivir, plasma thérapeutique...) mais aucun ne semble pouvoir changer radicalement la donne, en particulier faire baisser le nombre d'hospitalisation pour éviter une saturation des capacités. Plusieurs projets de vaccin semblent prometteurs mais même les scénarios les plus optimistes ne prévoient rien de disponible avant la toute fin 2020.

Si certains pays émergents sont parvenus à endiguer l'épidémie, comme la Chine et la Corée du Sud, la situation continue de se dégrader dans nombre d'entre eux (Inde, Brésil, Russie...). En revanche, la plupart des pays développés ont réussi à infléchir la courbe de l'épidémie, même si cette amélioration aura nécessité plus de temps et davantage de mesures restrictives que ce que l'expérience sud-coréenne laissait espérer. La baisse régulière des nombres de nouveaux cas et de nouveaux décès permet dans ces pays de commencer à alléger les mesures de confinement.

Cette étape est une bonne nouvelle. Prolonger le confinement ce serait non seulement augmenter l'impact direct négatif sur l'économie mais ce serait aussi prendre le risque d'ancrer durablement chez les agents économiques des comportements de peur. C'est donc en particulier sur le déconfinement, et sa pérennité, que se concentre maintenant notre attention.

Notre grille d'analyse

S'assurer que l'épidémie parvient bien à être contrôlée dans les pays où ce n'est pas encore le cas.

Suivre les annonces de mesures de déconfinement

Suivre l'évolution du nombre de cas et de décès dans les pays ayant déconfiné les premiers pour détecter un éventuel redémarrage de l'épidémie.

Suivre l'évolution en Suède, pays ayant fait le choix de mesures restrictives

minimales.

Éléments récents

Pays où l'épidémie n'est pas clairement contrôlée

Aux Etats-Unis, le nombre de nouveaux cas et de nouveaux décès baisse progressivement, laissant espérer qu'un pic est passé. Au Royaume-Uni, le ralentissement du nombre de nouveaux cas et de nouveaux décès se poursuit. Si **la situation semble se stabiliser** en Russie et **dans les pays de la péninsule arabique**, elle continue de se dégrader en Inde et en Amérique du Sud.

Pays où les mesures de confinement sont faibles (depuis toujours ou à la suite d'un assouplissement)

L'épidémie est sous contrôle en Chine et en Corée du Sud mais la situation reste à surveiller. La Chine n'a rapporté aucune nouvelle contamination locale depuis cinq jours. **Le nombre de nouveaux cas remonte en Corée du Sud depuis trois jours, principalement du fait de l'éclosion d'un nouveau cluster dans un centre logistique de la ville de Bucheon qui compte désormais 102 cas au total (72 employés et 30 cas contacts). Le patient zéro de ce cluster serait issu de la chaîne de transmission partie d'un homme ayant fréquenté un quartier festif de Séoul.**

En Europe, aucun signe majeur de reprise de l'épidémie n'est visible dans les pays qui se sont déconfinés les premiers (Autriche, République tchèque, Allemagne). En Suède, les décès semblent avoir atteint un pic malgré un confinement très faible.

Annonces de déconfinement/reconfinement

En France, le gouvernement a annoncé un assouplissement conséquent à partir du 2 juin des mesures de confinement encore en vigueur, en distinguant toutefois les zones vertes des zones oranges (Ile-de-France, Mayotte et Guyane) où le déconfinement sera plus prudent jusqu'au 22 juin. Celui-ci comprend notamment : la réouverture des cafés, des bars et des restaurants dans les zones vertes mais uniquement des terrasses dans les zones oranges ; la reprise des activités culturelles (théâtres, musées et salles de spectacles à l'exception des cinémas) dans les zones vertes ; la réouverture des hébergements touristiques dans les zones vertes ; la fin pour toutes les zones de l'interdiction des déplacements de plus de 100 km. L'ouverture des frontières entre les pays européens se ferait le 15 juin sous réserve de l'approbation de l'ensemble des Etats membres.

Voir les graphiques et tableaux en annexe pour plus de détails.

ÉCONOMIE

État des lieux

Le choc économique est extrêmement violent comme en témoignent les premiers indicateurs : hausse du chômage à 14,7% aux Etats-Unis, recul instantané de 35% du PIB en France d'après l'INSEE. Il est aussi plus long que prévu initialement, la Corée du Sud faisant finalement figure d'exception par la durée très courte de son confinement. Ce choc est aussi très particulier puisqu'il est en un sens volontaire : les productions ne s'arrêtent pas faute de demande mais sur instruction des pouvoirs publics.

Avec une activité volontairement contrainte, l'enjeu de politique économique n'est donc pas de relancer tout de suite l'activité mais d'éviter que ce passage à vide ne laisse trop de marques. À l'inverse de la crise de 2009, les pouvoirs publics ont fait preuve d'une grande réactivité, une partie des mesures ayant même été annoncées et mises en œuvre avant le début de l'effet négatif sur l'économie. Les mesures exceptionnelles annoncées par les gouvernements et les banques centrales semblent de nature et d'ampleur à pouvoir limiter fortement les destructions de capacités de production : les prêts garantis aux entreprises et la mise en place de chômages techniques renforcés devraient éviter nombre de faillites et de licenciements durs. Pour autant, il est difficile de bien quantifier la part des cas particuliers qui sont insuffisamment protégés par les dispositifs mis en place et qui pourraient donc faire faillite, en particulier parmi les restaurants, hôtels, activité artistiques et touristiques, professions libérales... Les premières données montrent que, loin de s'être tari comme en 2008-2009, le crédit aux entreprises est en forte augmentation et que les banques ont assoupli leurs conditions d'octroi de crédit.

La durée du confinement et de la « défiance » des consommateurs jouera sur ce plan un rôle clé. Ces éléments détermineront le niveau auquel l'économie va pouvoir rebondir d'ici la fin de l'année. Selon les estimations, ce niveau pourrait varier entre 93% et 98% du niveau de fin 2019. Cette première phase qui pourrait s'étaler du premier trimestre au quatrième trimestre 2020 correspond davantage à du rattrapage qu'à de la croissance proprement dite.

Une seconde phase de croissance devrait suivre, aidée par les mesures de relance. Celles-ci atteignent déjà des montants supérieurs à la crise de 2008-2009 et sont sans doute loin d'être toutes annoncées. Aux Etats-Unis, elles s'élèvent à 13% du PIB, contre 3% en Europe et 6% en moyenne dans le monde (mesures discrétionnaires).. Ces sommes, auxquelles s'ajoute l'épargne forcée de nombre de ménages pendant le confinement, devraient permettre une croissance rapide de l'activité sur 2021.

La situation actuelle présente des particularités qui compliquent la prévision :

1/ Les ménages ont subi un choc psychologique majeur. Difficile d'être certain de la vitesse à laquelle ils retrouveront l'appétit de consommer.

2/ La récession ne fait pas suite à la correction d'excès des ménages ou des entreprises. Les mesures de relance pourraient jouer plus fortement que lors des récessions classiques où elles ont comme premier objectif de tamponner le dégonflement du secteur privé.

3/ Une partie de la baisse de la production nécessaire pour s'ajuster à la baisse de la demande a déjà eu lieu du fait de l'arrêt forcé de l'économie. Un des mécanismes classiques des récessions est la réduction de stocks excessifs. L'INSEE estime par exemple que la production de bien d'investissement tournait à seulement 30% en avril. Si cela dure 2 mois entre mi mars et mi mai, cela signifie que la production annuelle sera amputée de 12% ($70\% * 2/12$), quand bien même la production reviendrait au niveau normal dès la mi mai. Un recul des commandes de biens d'investissement n'aura donc d'impact sur la

production future qu'au-delà de -12%.

Notre grille d'analyse

Il faut prioritairement suivre :

- les nouvelles annonces de mesures de soutien
- la diminution éventuelle des mesures de distanciation, mesures qui joueront un rôle inévitable de frein dans la reprise de la consommation
- la reprise de la production dans les secteurs manufacturiers et de la construction, en donnant plus de poids aux indicateurs durs, car les enquêtes d'opinion seront sans doute plus difficiles à interpréter dans ces circonstances exceptionnelles.
- les chiffres de ventes au détail, de ventes de voitures et de fréquentation des magasins
- les indicateurs hebdomadaires comme les inscriptions au chômage et les ventes au détail du Redbook. A noter que l'évolution des « continuing claims » aux Etats-Unis sera peut-être plus facile à interpréter dans ces circonstances que celle des « initial jobless claims » sur lesquelles nous nous concentrons d'habitude.
- les risques de paralysie de certains secteurs suite à des ruptures de chaînes d'approvisionnement.

Contrairement à d'habitude où nous privilégions les pays ayant le poids économique le plus important, il sera utile de se concentrer sur les pays ayant implémenté les premiers les mesures de déconfinement, car ce sont eux qui fourniront les premiers des indications.

Éléments récents

Aux Etats-Unis, la confiance des ménages calculée par le Conference Board a marginalement progressé au mois de mai du fait d'une amélioration des anticipations. Les ventes de maisons neuves ont surpris à la hausse au mois d'avril mais les compromis dans l'ancien baissaient fortement. Les demandes de prêts hypothécaires poursuivent leur rebond et sont revenues sur les niveaux qui prévalaient en janvier-février. Le nombre de personnes touchant des allocations chômage a baissé de 24,9 à 21 millions sur la semaine du 16 mai. Les commandes de biens durables diminuaient en ligne avec les attentes (-17,2%) mais celles de biens d'investissement hors défense et aviation résistent mieux (-5,8% contre -10,0% attendus).

Emmanuel Macron a présenté un ensemble de mesures destinées à soutenir le secteur automobile pour un montant d'environ 8 Mds EUR dont 5 Mds EUR de prêts garantis pour Renault. L'INSEE estime que l'activité est remontée à 79% de la normale contre 65% en avril. Selon l'institut, l'activité pourrait atteindre 86% de la normale en juin. Après une baisse de 16,9%, les dépenses en biens de consommation des ménages baissaient encore de 20,2%. Le PIB du premier trimestre a été légèrement revu en hausse.

Au Japon, la production industrielle reculait de 9,1% en avril et les ventes au détail de 9,6%. Le taux de chômage passe de 2,5% à 2,6%.

Après une proposition franco-allemande et la réponse des quatre pays « frugaux », la Commission Européenne a présenté son projet pour un fonds de relance baptisé « Next Generation EU ». Le montant total proposé atteint 750 Mds EUR qui s'ajoutent aux 540 Mds EUR déjà engagés pour le programme d'assurance chômage, les prêts du MES et les garanties de la BEI. Il complète le cadre financier pluri-annuel d'un montant de 1 100 Mds EUR sur 2021-2027. Il serait composé de 500 Mds EUR de subventions et de 250 Mds EUR de prêts. Son financement reposera sur l'émissions d'obligations par la Commission à rembourser entre 2028 et 2058.

Voir les graphiques en annexe pour plus de détails.

Marchés financiers

État des lieux

Après avoir touché des points bas autour du 20 mars, les marchés ont rebondi. La baisse maximale, d'environ 34% pour le MSCI World, est de l'ordre de la baisse médiane des récessions des cinquante dernières années. Les résultats 2020 seront extrêmement mauvais mais les marchés actions ont pour habitude d'anticiper la trajectoire des résultats et se tourneront donc rapidement vers le rebond probable des profits en 2021. Rappelons que dans un modèle de valorisation financière tel que l'actualisation des cash-flows, la première année ne représente que quelques pourcents de la valorisation. Les importantes mesures de soutien et la perspective de plans de relance aident les investisseurs à se projeter au-delà de 2020.

Les marchés du crédit se sont initialement fortement dégradés comme le montre la hausse des spreads à des niveaux très élevés. Cette évolution portait en elle le risque d'effets de second tour négatifs sur l'activité si ce durcissement des conditions financières s'était prolongé. Là aussi, les mesures prises par les pouvoirs publics (baisse des taux, achat de titres par les banques centrales et garantie des emprunts par les Etats) ont contribué à une amélioration du marché avec des spreads en baisse et un retour des émissions primaires.

Si l'épidémie continue à se résorber et que la phase suivante de vie avec le virus se fait sans confinement, le rebond des marchés actions et crédit pourra se poursuivre. Plus que l'ampleur de la contraction économique actuelle, c'est sa durée qui est importante pour les marchés. L'essentiel, pour ces derniers, est de retrouver une forme de visibilité sur le fait qu'à un horizon modérément éloigné, la crise sera derrière nous.

Notre grille d'analyse

La plupart des facteurs qui influencent les marchés actions le font via l'économie. Un certains nombres d'éléments propres au marchés financiers sont cependant à surveiller :

le risque de recapitalisation de sociétés, qui pourraient empêcher les actionnaires de bénéficier du rebond de l'économie.

les annonces de soutien des banques centrales, en particulier en cas d'annonces de programmes d'achat,

les faillites d'entreprises qui pourraient peser sur le marché du crédit.
les flux de sorties, en particulier sur le crédit.

Éléments récents

Les marchés actions étaient bien orientés sur les derniers jours, grâce à l'optimisme sur la levée des mesures de confinement et de distanciation là où l'épidémie recule. L'Euro Stoxx a progressé de 3,9% sur trois jours. Les tensions sino-américaines ont fini par peser sur le S&P 500 dont la progression n'est que de 2,5%.

En Europe, le consensus des résultats pour 2020 a encore été révisé en baisse de 1,1% sur la dernière semaine, mais celui du S&P 500 s'est stabilisé. Le marché européen se paie 14,9 fois les résultats attendus pour 2021, le marché américain 18,8.

Les marchés obligataires bénéficiaient également de cet environnement propice au risque. Les rendements sur les obligations d'État de référence progressent et les spreads des obligations périphériques et des émetteurs privés se sont repliés. Le marché primaire était actif et montrait que la demande sur les dettes subordonnées est très forte, les investisseurs cherchant des rendements élevés: Commerzbank Tier 2 (sursouscrit 7 fois), SwissRe Tier 2 (souscrit 10 fois), Credit agricole Tier 2 (souscrit 4 fois).

Voir les graphiques en annexe pour plus de détails.

Annexes

Les annexes sont disponibles ici : [Point coronavirus au 29 mai](#)

L'opinion exprimée ci-dessus est datée du 29 mai 2020 et est susceptible de changer.

Ce document n'a pas de valeur pré-contractuelle ou contractuelle. Il est remis à son destinataire à titre d'information. Les analyses et/ou descriptions contenues dans ce document ne sauraient être interprétées comme des conseils ou recommandations de la part de Lazard Frères Gestion SAS. Ce document ne constitue ni une recommandation d'achat ou de vente, ni une incitation à l'investissement. Ce document est la propriété intellectuelle de Lazard Frères Gestion SAS. LAZARD FRERES GESTION – S.A.S au capital de 14.487.500€ – 352 213 599 RCS Paris 25, RUE DE COURCELLES – 75008 PARIS.

Lazard Frères Gestion