

Une CHRONIQUE

Par **Brigitte TROQUIER**

Economiste

11 mai 2020



Les attentes en matière d'économie sur les prochains mois vont dépendre d'une équation inhabituelle. En effet, cette dernière va devoir intégrer des hypothèses sur le profil de l'évolution de la pandémie, les effets de la multitude de mesures mises en œuvre à court terme pour atténuer les dégâts engendrés par la « mise en veille de l'économie » et les contraintes persistantes sur des secteurs qui resteront à l'arrêt plus longtemps.

Sur le plan sanitaire, alors que la pandémie poursuit son cheminement, n'épargnant plus à présent aucun continent, il est important de distinguer son évolution selon les pays et le niveau du confinement qui a été décidé dans chacun d'entre eux. Aux Etats Unis, alors que le nombre d'états confinés était limité à 9 au début de la crise, à partir du 23 mars 2020 presque tout le territoire, soit près de 98% du PIB du pays, s'y est soumis début avril. En zone euro, la progression du confinement a suivi celle de l'épidémie et il en sera de même du dé-confinement.

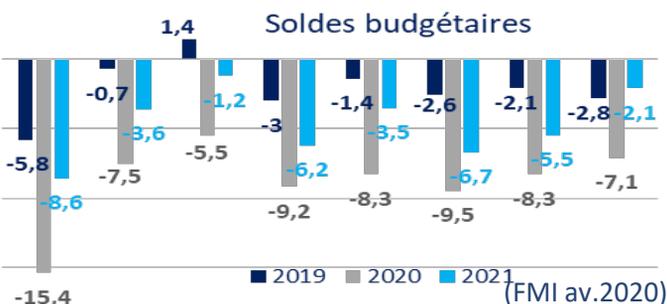
Ainsi, à partir de la fin avril, un retour très progressif et toujours particularisé se met en place, influençant le rythme de la reprise.

La gestion sanitaire du Covid-19 s'accompagne de mesures **de politique économique d'urgence** qui se concentrent sur trois axes : monétaire, budgétaire et fiscale. Ces mesures ne sont pas conçues pour accompagner la reprise. Elles se concentrent exclusivement sur le **maintien en veille de l'activité** afin d'éviter que la crise sanitaire ne se transforme en crise systémique. A ce titre, les Etats et les banquiers centraux ont très rapidement réagi, utilisant des outils déjà expérimentés ou élargissant la gamme de leurs interventions.

Du côté budgétaire, le soutien se décline sous la forme d'allègements, de reports, voire d'effacements de charges sociales et fiscales, de prise en charge de chômage partiel, d'aides aux PME et de garanties. Dans leur globalité, ces dispositions correspondent à des montants massifs et très concentrés dans le temps afin de répondre à la soudaineté d'un évènement qui, dans l'hypothèse d'une neutralisation de l'épidémie, est lui aussi violent mais de courte durée.

	2/3	9/3	16/3	23/3	30/3	6/4	13/4	20/4	27/4	4/5	11/5	18/5
France												
Allemagne												
Italie												
Espagne												
Confinement	■											
déconfinement												

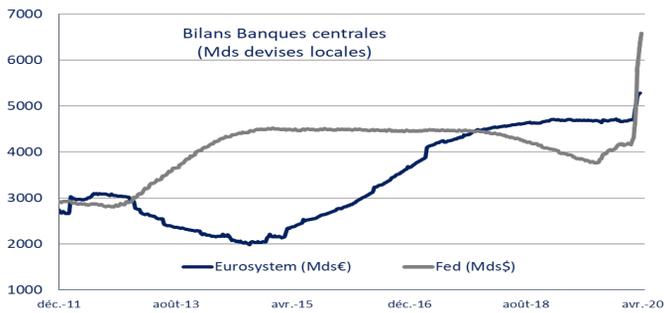
Ainsi l'Italie, premier pays d'Europe touché par le Covid, est aussi celui qui, en zone euro, met timidement fin aux restrictions. Il a été rapidement suivi par l'Espagne puis la France, soit, sur tout le territoire soit selon une carte des régions différenciée. L'Allemagne, où la pandémie s'est moins répandue, a instauré des mesures sanitaires plus tardivement. Les Pays Bas ou la Suède ont choisi de gérer l'épidémie, avec plus de souplesse et sans confinement. Ils n'auront pas le même profil en sortie de crise. Le dé-confinement sera plus tardif aux Etats Unis et au Royaume Uni, probablement début juin pour ce dernier.



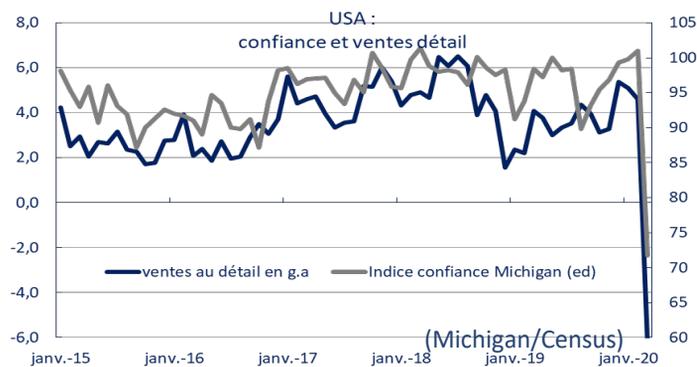
Ces dispositions se traduisent par une dégradation des soldes budgétaires qui perdurera au moins sur les deux prochaines années.



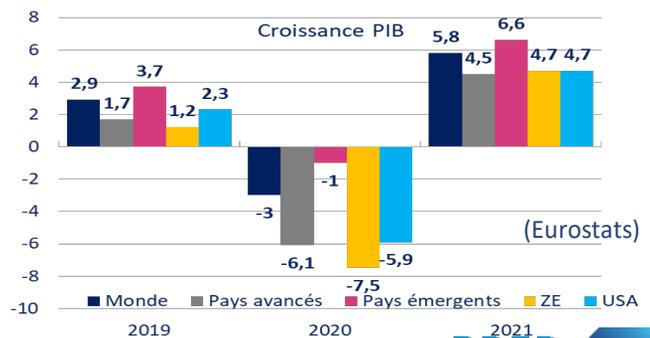
Les mesure d'ordre monétaire se multiplient à leur tour, tant en volume qu'en dispositions nouvelles : baisse de taux des Banques centrales, aides à la liquidité des banques, élargissement de la liste des actifs éligibles et surtout **une capacité qui semble illimitée à faire plus encore.** Ainsi du côté de la Fed, alors qu'elle s'apprête à annoncer de nouvelles mesures, son bilan a déjà augmenté de 50% depuis le début du mois de mars. Celui de la BCE, qui a déjà levé un certain nombre de contraintes normatives sur ses achats, s'est gonflé de 13% depuis début février.



Ces opérations, sans commune mesure historique sur un temps aussi court et dans leur ampleur, font face à un environnement conjoncturel en rupture. Les indicateurs avancés permettent d'élaborer quelques prévisions. Aux Etats Unis, l'indicateur ISM de l'industrie, en chute libre, s'est traduit par un retournement de la production de 5,5% en g.a à fin mars. La chute de 9% sur mars en Allemagne, celle de 16% en France affecte plus encore les sous secteurs de l'équipement, -16% et -49% respectivement. Du côté des ménages, les enquêtes de confiance se dégradent et se traduisent par une dégringolade des ventes au détail. L'incapacité de se déplacer d'une part, et les craintes du chômage de l'autre ont entamé leur capacité de consommer.



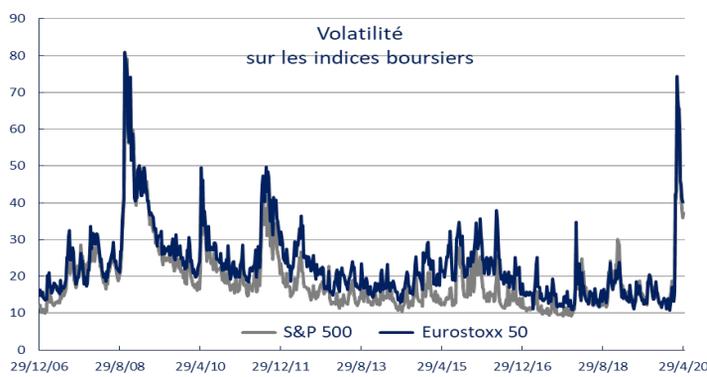
En France, enquête de confiance et dépenses de biens durables convergent vers un effondrement de la consommation. En mars les dépenses de biens ont chuté de 17,9%, celles d'automobiles de 60%, de textile de 54%. Ces chiffres ne surprennent pas et seront probablement aussi dégradés en avril. Mais, l'impact du covid-19 sur l'économie est très diversement réparti. Ainsi, le secteur de la construction en France, 6% du PIB, a été touché en plein cœur, -79% de baisse de l'activité, les services marchands, 56% du PIB, ont reculé de 38% et c'est ainsi que dans sa globalité, le PIB de la France a perdu 32 points relativement à une activité normale en mars, un peu moins en Avril selon la BdF, à -27%. En Allemagne en revanche, la dégradation serait limitée à 19% selon l'Ifo. Les quelques semaines de confinement de mars ont conduit, à un recul de 3,8% du PIB de la zone euro sur le **premier trimestre**, 5,8% en France, 5,2% en Espagne et 4,7% en Italie. Aux Etats Unis, où les mesures ont été très différenciées selon les Etats, le PIB a reculé de 1,22% sur le trimestre, la consommation a perdu 1,9% et l'investissement 1,4%. Ces bilans, sans surprise, sont aussi inédits que la situation dans laquelle l'économie mondiale est installée depuis quelques semaines. A l'occasion de la mise à jour de ses prévisions d'avril, Le FMI a publié ses résultats sur l'année et pour 2021. Alors que la croissance mondiale serait en repli de 3% en 2020, celle des Etats Unis afficherait une baisse de 5,9%, celle de la zone euro -7,5%. L'activité en France refluerait de 7,2%, celle de l'Allemagne de 7%.





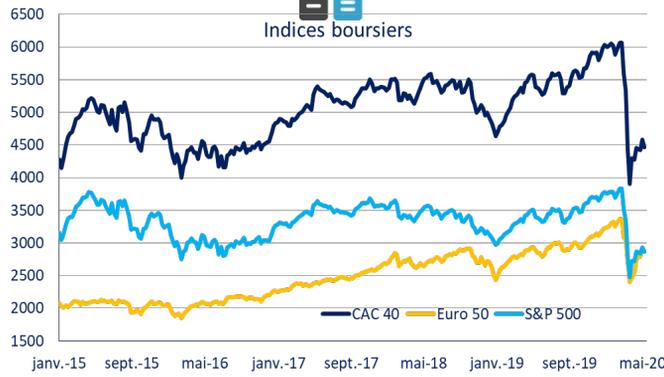
La reprise de 2021, 5,8% dans le monde, ne rattrapera pas l'effondrement de cette année. Et, si elle paraît vigoureuse, elle laissera néanmoins une perte définitive de richesse qui s'étalera bien au-delà de 2021. Les incertitudes sanitaires qui persistent peinent d'ailleurs à clarifier le profil de la sortie. Tant que la menace du virus planera sur les individus, planeront aussi sur la dynamique de la reprise.

Du côté des marchés, la volatilité s'est déclinée au rythme de la pandémie dans un premier temps, puis à celui du confinement et des espoirs de déconfinement ensuite.



Mais, au moment des publications, la réalité des dégâts sur les résultats des entreprises et leurs projections vont, sans aucun doute, constituer un nouveau relais pour des accès de volatilité.

Pourtant les performances des indices boursiers, qui s'étaient en quelques semaines repliés dans une fourchette de 30 à 40% selon les indices, ont repris de la hauteur sur une seconde période depuis le point bas du 20 mars dernier : le S&P 500 et le Nasdaq ont regagné 27%. Leur performance depuis le 1^{er} janvier est à présent de -12% et -3%. En Europe, le rebond est plus timoré. Malgré une prise en charge de la pandémie plus précoce et volontariste qu'aux Etats Unis, la difficulté à mener des actions communautaires et des actions locales dispersées peinent à convaincre les investisseurs de la pertinence de ce fonctionnement. La baisse des indices depuis le début de l'année reste significative. de nombreux doutes



La forte volatilité ne s'est pas limitée aux prix des actions. La dette de marché est aussi particulièrement secouée dans cette période de forte incertitude. Et les actions de politique monétaire ne règlent pas toutes les questions.



Dix années de politique accommodante avaient conduit à de nouveaux excès en matière de dette. Emises par les entreprises ou certains Etats, plus particulièrement dans les zones émergentes et sur les marchés internationaux, l'attractivité des conditions de financement de ces dettes avait suscité un engouement certain, conciliant, pour les uns, une réponse à des besoins de financement, et pour les autres, la recherche d'un rendement relatif positif. **Les quelques alertes** sur des dettes d'entreprises titrisées aux Etats Unis s'étaient évaporées avec le retour de la Fed à une politique plus accommodante à partir de septembre 2019. les conditions financières ont encouragé de nouvelles prises de risque qui, face à ce retournement inattendu, seront probablement coûteuses pour ceux qui les détiennent.



Les publications de résultats du premier trimestre vont être un autre moment important, d'une part, pour constater les effets de la crise sur les profits et d'autre part, pour ajuster les valorisations aux attentes des analystes. Celles des banques donnent déjà un avant goût des difficultés à venir. Ainsi, au 5 mai, les banques américaines ont annoncé plus de 25 Mds \$ de provisions, soit une hausse de plus de 320% sur les 3 mois. En Europe, des grandes établissements ont déjà communiqué leurs résultats et on compte plus de 16 Mds\$ de provisions, 270% de hausse. Les secteurs épargnés par la pandémie et le confinement sont rares et le bilan sur le trimestre devient très lisible à travers les publications des sociétés cotées. Ainsi plus de 75% de celles du S&P 500 ont diffusé leur résultats. La synthèse du trimestre fait état d'une chute de plus de 13% des bénéfices par action. En Europe, les bénéfices par action du Stoxx 600 plongent de 32,5%. Les analystes et les investisseurs s'étaient préparés à partir de mars un tel choc, révisant brutalement leurs prévisions sur 2020, d'une hausse attendue de 8,3% en début d'année à une baisse de -24,8% en mai sur l'Eurostoxx. De +7,4% sur le S&P, les révisions ont été ajustées à présent à -20,5%. Les publications n'ont de ce fait pas surpris les investisseurs. Finalement, les marchés avaient déjà anticipé ce retournement. Dans la foulée, les investisseurs ont peu réagi aux suppressions de dividendes en cascade. Ils ont parfois même été surpris par des résultats meilleurs que ces attentes.

Ce qui paraît plus surprenant ce sont les **nouvelles prévisions attendues en 2021**. Les analystes, comme à leur habitude, réajustent quasiment en miroir leurs perspectives. Ainsi, selon le consensus Factset, ils attendent un rebond des BPA de 28 % sur l'Eurostoxx 50, de 27% sur le S&P 500 et de 36% sur le CAC 40 après une chute de 32% en 2020.

Ces chiffres écartent de ce fait le scénario d'une reprise progressive en tous cas sur le plan des profits des entreprises. Pour les analystes, la reprise a la forme d'un V. Et pourtant alors que le dé-confinement fait ses premiers pas, il n'est pas global et il n'est pas total ni malheureusement définitif. Les entreprises qui reprennent leur activité le font avec beaucoup de précaution, des contraintes de distanciation qui requièrent une nouvelle organisation du travail qui ne sera pas sans peser sur les coûts et surtout sur la productivité. De nombreux secteurs sont encore à l'arrêt, au moins pour quelques semaines, et resteront probablement sous fortes contraintes pour quelques mois encore. Dans tous les cas, les normes sanitaires vont alourdir les charges alors qu'un déséquilibre persistant entre une offre qui repart et une demande timorée ne devrait pas faciliter des ajustements de prix à la hausse.

L'épreuve de la sortie de pandémie n'a pas encore le goût d'une reprise. L'agilité dont nombre d'entreprises ont fait preuve durant le confinement, tant en matière d'organisation du travail qu'en matière de production ou de commercialisation, sont des acquis précieux pour l'avenir. Mais il fait peu de doute malheureusement que nombre d'entre elles vont aussi conserver une attitude frileuse, reporter à de meilleurs jours, des investissements, mais aussi des démarchages de nouveaux marchés pénalisant leur expansion. C'est dans un tel scénario que les Etats et les banques centrales resteront encore très présents, que les analystes vont avoir l'occasion de ré ajuster leurs prévisions et que les investisseurs ne vont pas pouvoir éviter de nouvelles vagues de volatilité.

