

LE 5 PAGES MACRO
DYNAMIQUE MACROÉCONOMIQUE
1 Avril 2020

Philippe Waechter
Chef Economiste

Twitter: @phil_waechter

Blog: philippewaechter.ostrum.com

Soundcloud: phil_waechter

<https://www.facebook.com/philwaechter/>

Instagram: economic_dynamics

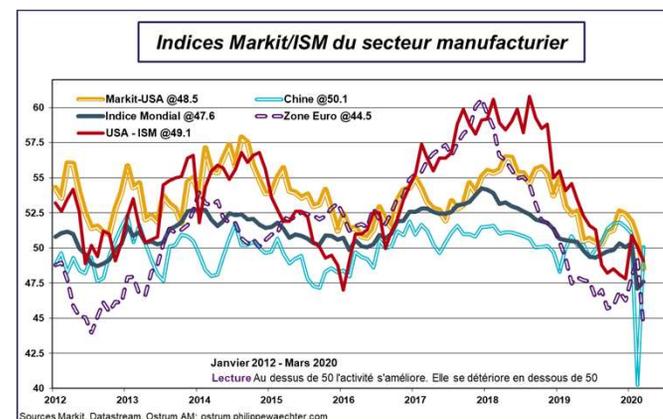
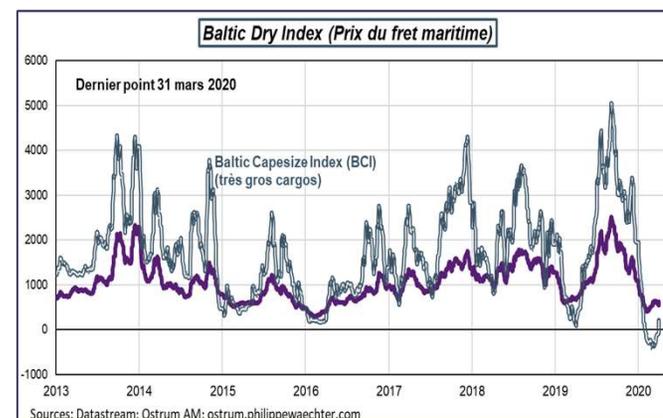


An affiliate of:



SYNTHÈSE

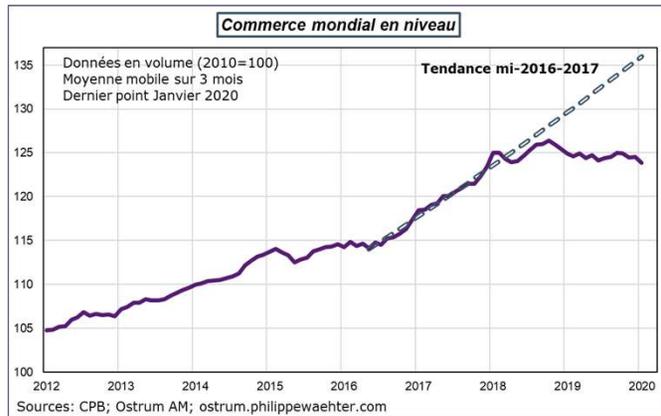
- L'économie mondiale, dont l'activité était anticipée comme peu dynamique pour 2020, a été touchée de plein fouet par l'épidémie du Covid-19. La politique commerciale des Etats-Unis avait miné la croissance du secteur manufacturier tout au long de l'année 2019, la Chine ralentissait de façon structurelle et les USA et la zone Euro paraissaient en bout de cycle sans pour autant tomber en récession. La croissance de la zone Euro était attendu autour de 1% et celle des USA en dessous de 2%.
- L'épidémie du Covid-19 a démarré en décembre en Chine puis s'est propagée en Europe, notamment en Italie, avant désormais de faire des ravages aux USA.
- Les inquiétudes engendrées par cette pandémie se sont traduites par une chute du prix du fret maritime comme le montre le premier graphe. Les prix pour les gros cargos étaient même négatifs.
- La réponse des autorités a été le confinement. Il s'est déroulé d'abord en Chine puis depuis le début du mois de mars en Italie puis en France, en Espagne, au Royaume Uni et en Allemagne. Agir pour limiter la contagion a un coût économique élevé mais c'est le seul moyen de limiter les risques. Cela se traduit à court terme par une forte baisse de l'activité. C'est ce que montre le deuxième graphe et ceux de la page 4.
- La politique économique doit permettre, en Europe au moins, de compenser le repli temporaire de l'activité. Cela passe par la prise en charge du chômage partiel, des garanties de prêts, des reports de paiement de charges ou d'impôts.
- La hausse des déficits publics qui en résulte est absorbée par des banques centrales très accommodantes avec des programmes quasi infini pour ne pas peser sur les taux d'intérêt.
- La question qui reste est celle de la durée de l'épidémie et de la façon de sortir du confinement. Chacun espère que cela ne sera pas trop long.



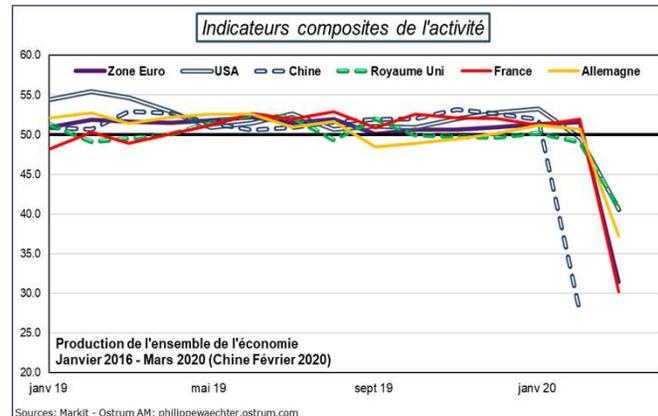
MACROÉCONOMIE – DYNAMIQUE DE COURT TERME ET PERSPECTIVES

- Risques macroéconomiques qui se confirme jour après jour. La dynamique de contagion ne s'arrête pas.
- Les gouvernements mettent des moyens exceptionnels pour limiter la propagation du virus.
- Cela se traduit par une hausse du confinement et un effet négatif sur l'activité. C'est le prix à payer pour limiter l'épidémie. (On ne rentre pas dans la discussion selon laquelle quelques milliers de vies sont le prix à payer pour maintenir la croissance. Même Trump a changé d'avis en reconduisant la distanciation sociale jusqu'à la fin du mois d'avril)
- Si l'on généralise les calculs faits par l'Insee alors on peut suggérer que, dans un environnement de confinement, les économies développées tournent à 65% de leurs capacités. Il y a 35% de l'activité qui est à l'arrêt. C'est considérable. L'Insee calcule que le maintien d'un mois en confinement se traduirait par une perte de croissance de 3% par rapport au scénario initial. (et de 6% si le confinement dure 2 mois).
- Ces mesures se sont traduites par une baisse rapide de l'activité principalement tirée vers le bas par les services. Cela traduit l'arrêt du transport aérien (pour ne pas propager le virus), du tourisme, du commerce et de l'hôtellerie restauration. Le secteur manufacturier est a priori moins affecté mais les indicateurs sous-jacents ne sont pas bons. En outre d'importantes usines de constructeurs auto ont fermé. Elles brulent du cash pour maintenir leur situation.
- La reprise souhaitée par les autorités en Chine risque d'être modeste. La consommation est médiocre et les commandes en provenance d'Europe et des USA baissent rapidement.
- Aux USA, 3 millions de chômeurs supplémentaires sur un marché du travail de 150 millions d'emplois. C'est 2% de l'emploi qui disparaît. C'est énorme. L'éco US est en récession et le pire semble à venir. Les mesures de soutien de la demande ne seront pas très utiles tant que la contagion de l'épidémie ne sera pas stoppée. La politique de relance mise en place est mal adaptée car elle va faire face à un système productif incapable de répondre complètement à la demande supplémentaire. Les aides ne pourront pas non plus aider les plus démunis à faire face aux coûts sanitaire du Covid-19
- Les estimations d'évolution de l'activité en 2020 sont désormais comprises entre -4 et -8% sur l'ensemble de l'année. C'est considérable.
- Les politiques économiques vont maintenir leur soutien et les banques centrales sont prêtes à tout pour limiter l'impact de cet épisode sur les marchés financiers et notamment les taux d'intérêt. Ceux-ci resteront très bas pendant très longtemps.
- La question majeure est celle de la durée du confinement. Tout relâchement peut faire repartir le virus et gêner le travail déjà accompli. On voit qu'en Asie la situation évolue et n'est plus aussi contenue. Cela veut dire que le confinement pourrait durer plus longtemps que les quelques semaines que chacun a envie d'anticiper. Le risque est une hausse du chômage en dépit des mesures prises. Celles-ci ne peuvent donc pas s'inscrire dans une période trop longue sous peine de perte de crédibilité..

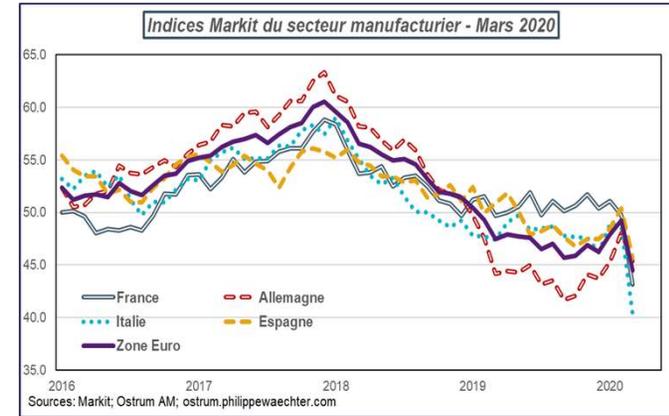
GRAPHES EXPLICATIFS SUR LA MACROÉCONOMIE



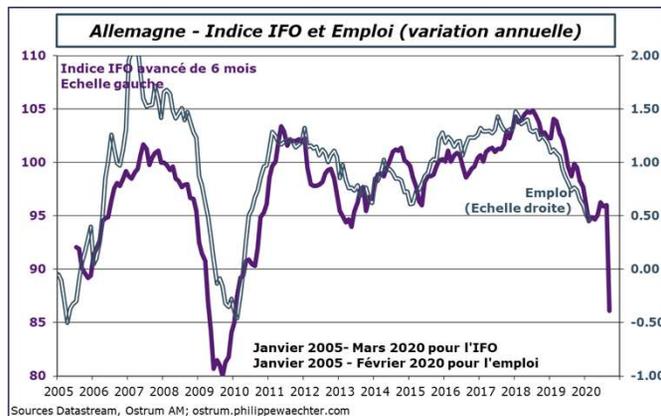
Le commerce mondial se contracte rapidement. L'indicateur n'est disponible que jusqu'au mois de janvier mais les commandes à l'exportation et les délais de livraisons dans le secteur manufacturier traduisent une grande fragilité des chaînes de valeur globales. L'épidémie a engendré cette rupture



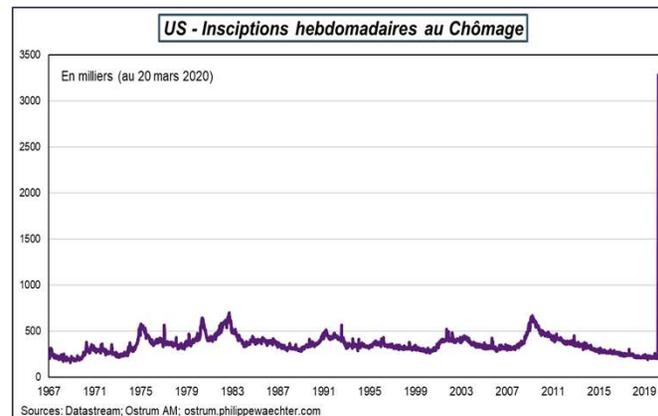
Au sein des pays développés, l'activité s'est fortement contractée en Mars. Cela reflète un repli dans le secteur manufacturier mais surtout une baisse dans les services en phase avec les mesures de confinement. Ce repli des services va limiter la capacité de reprise des économies



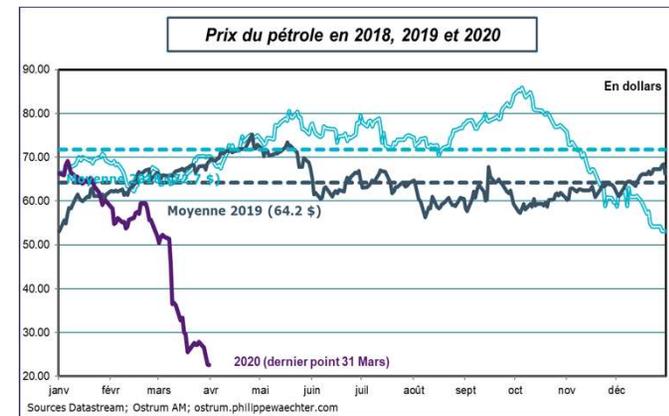
Dans le secteur manufacturier, les indicateurs en zone euro sont dégradés mais encore à un niveau supérieur à ceux observés à la fin de 2008. Cependant, le confinement va se traduire par l'arrêt supplémentaire d'activité industrielle (on le voit sur l'auto par exemple) et les indices devraient continuer de se contracter.



Ce repli de l'activité va avoir une incidence très forte sur l'emploi. Le graphe allemand est instructif. A court terme cependant, les gouvernements en Europe vont prendre à leur charge le coût du chômage partiel. Au 27 mars les demandes s'appliquaient à 2.2 millions de salariés en France.



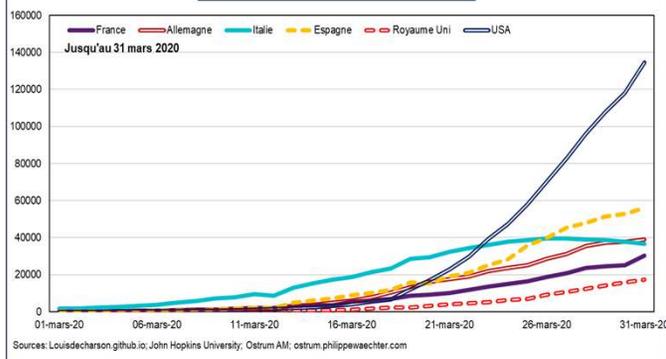
L'ajustement sur le marché du travail US est considérable. 2 % des emplois ont disparu dans la semaine du 13 au 20 mars. Cela indique clairement que l'économie US est en récession. Les mesures de confinement ont tendance à s'étendre et vont pénaliser l'activité dans la durée.



La baisse du prix du pétrole est très importante. Cela se traduira par une contribution négative de l'énergie au taux d'inflation de 1% au moins. Les revendications salariales vont être réduites et l'inflation sous-jacente restera au mieux autour de 1% en zone Euro. Le taux d'inflation va tendre vers 0%.

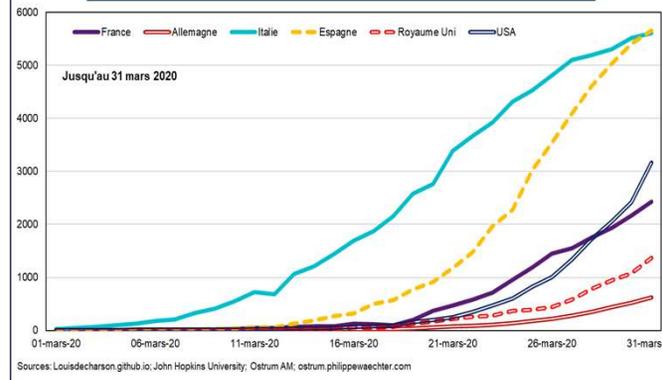
LA CRISE SANITAIRE ET SES CONSÉQUENCES MACROÉCONOMIQUES

Nombre de contaminés au Covid-19 - Différence du cumul sur une semaine



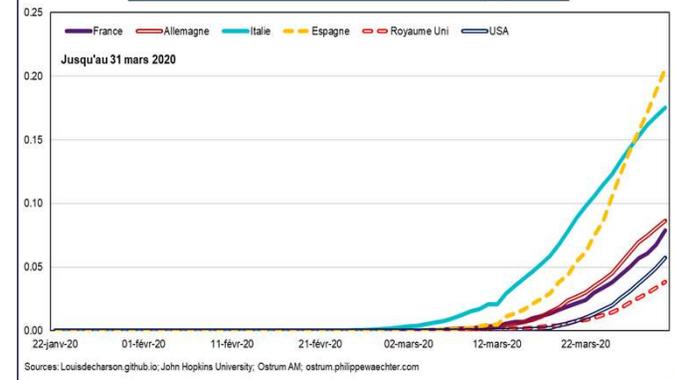
La différence sur une semaine du nombre de contaminés permet de visualiser la possibilité d'une inflexion dans un pays donné. La courbe bleue est celle de l'Italie, elle montre jusqu'alors un possible changement de tendance. Les autres pays européens ne sont pas encore à ce stade, encore moins les USA

Nombre de décès au Covid-19 - Différence du cumul sur une semaine



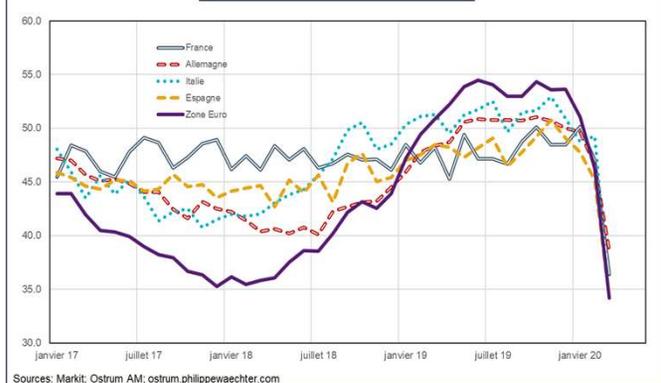
Le même type de graphe sur les décès fait aussi apparaître le début d'un possible changement de tendance en Italie et l'Espagne sera à regarder avec intérêt. Pour les autres pays, pas d'inversion observable mais une accélération significative se constate aux USA.

Nombre de Contaminés au Covid-19 - En % de la population



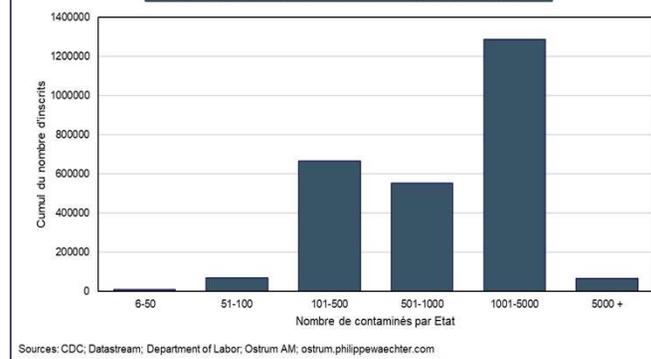
En % de la population, l'Espagne est le plus touché des pays sous revue, au-dessus de l'Italie. L'Allemagne et la France ont des niveaux proches et les Etats-Unis progressent rapidement désormais..

Délais de livraisons des fournisseur



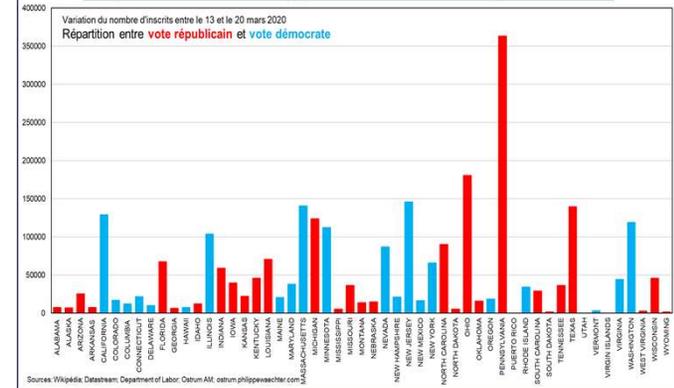
Une conséquence du confinement, d'abord en Chine puis en Europe est le très fort ralentissement de l'activité du secteur manufacturier et en conséquence la lenteur des livraisons. Cela pénalise l'ensemble de la chaîne de production. C'est pour cela que la dynamique industrielle va encore ralentir dans les prochaines semaines.

Inscriptions au Chômage selon le nombre de contaminés au Covid-19 par Etat



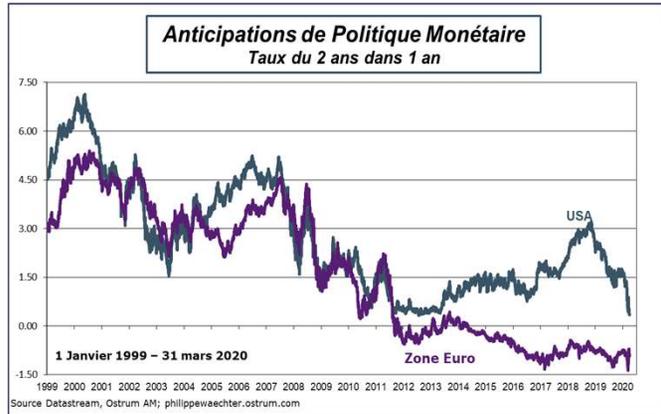
Aux USA, les inscriptions hebdomadaires au chômage sont associées aux états qui sont les plus touchés par le Covid-19. L'accélération marquée du nombre de contaminés va continuer d'infléchir à la hausse le nombre d'inscription hebdomadaires.

Inscriptions hebdomadaires au chômage par Etat et selon le vote à l'élection présidentielle de 2016

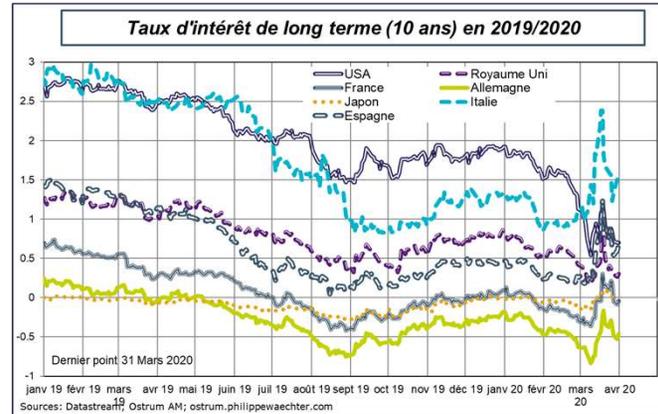


La situation sur le marché du travail va avoir une incidence sur l'équilibre politique américain à quelques mois des élections présidentielles (3 novembre). Les états qui jusqu'à présent ont eu le plus d'inscriptions sont les états plutôt industriels qui avaient voté Républicain en novembre 2016.

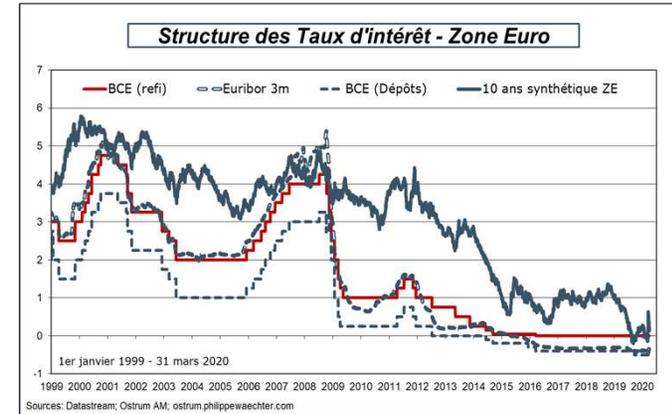
GRAPHES EXPLICATIFS – POLITIQUES MONÉTAIRES ET MARCHÉS FINANCIERS



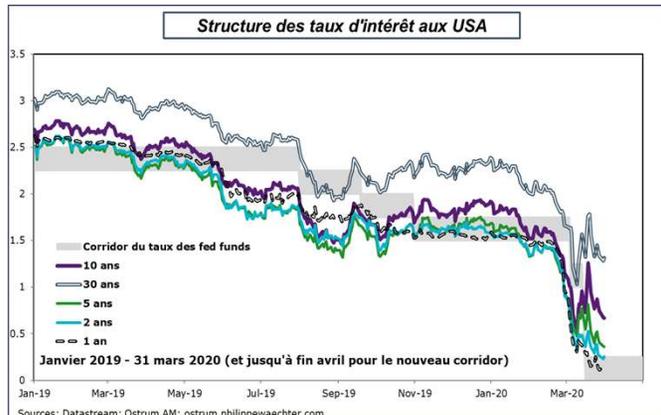
Les anticipations des politiques monétaires convergent et suggèrent que les banques centrales resteront accommodantes encore un long moment. La BCE et la Fed vont être face à des économies durablement affaiblies et elles auront l'incapacité de remonter leur taux d'intérêt.



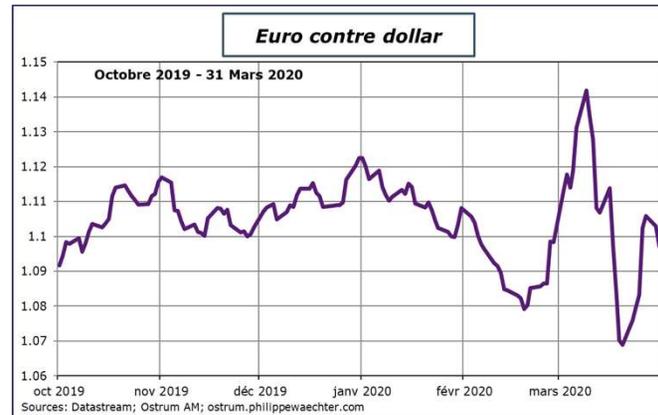
L'orientation des taux est baissière en raison de l'intervention massive des banques centrales. La BCE va acheter plus de 1 000 d'euros jusqu'à la fin de l'année avec la possibilité de relâcher les contraintes sur le poids des pays et la part de détention dans les émissions pour le programme lié à la pandémie.



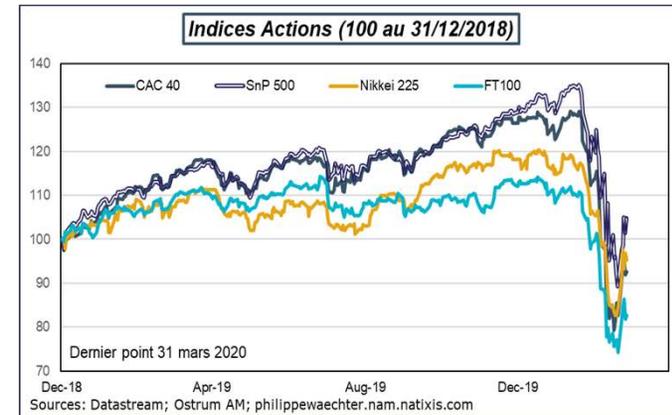
A court terme néanmoins, la situation est plus volatile en raison des désaccords au sein des pays membres sur la façon de gérer le choc collectif que représente l'épidémie (Corona bonds ou MES). La conséquence est un écartement des spreads qui traduit l'opposition entre les pays du nord et du sud.



La Federal Reserve a décidé de lâcher toutes les contraintes sur sa capacité à financer l'économie américaine. Les taux sont revenus au plus bas et le montant de ses achats n'est pas borné. La hausse du déficit public sera financé par la Fed.



Les difficultés observées dans les échanges et les ajustements brutaux sur les marchés financiers se sont traduits par d'importants besoins en billet vert un peu partout sur la planète. Les swaps des banques centrales pour disposer de dollars auprès de la Fed facilite les ajustements, limitant les éventuels blocages sur la liquidité.



Les ajustements boursiers ont été importants. La situation va être pénalisée dans les prochaines semaines par la baisse des bénéfices par actions attendus pour les prochains mois, le moindre versement des dividendes et les moindres rachats d'actions aux USA.

ADDITIONAL NOTES

Ostrum Asset Management
Registered Office: 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – Tel. +33 1 78 40 80 00
Limited Liability Company, Share Capital €50,434,604.76
Regulated by AMF under n°GP 90-009
Company Trade Registration (RCS) Number 329 450 738 Paris

This document is intended for professional clients in accordance with MIFID. It may not be used for any purpose other than that for which it was conceived and may not be copied, distributed or communicated to third parties, in part or in whole, without the prior written authorization of Ostrum Asset Management. None of the information contained in this document should be interpreted as having any contractual value. This document is produced purely for the purposes of providing indicative information.

This document consists of a presentation created and prepared by Ostrum Asset Management based on sources it considers to be reliable. Ostrum Asset Management reserves the right to modify the information presented in this document at any time without notice, and in particular anything relating to the description of the investment process, which under no circumstances constitutes a commitment from Ostrum Asset Management.

Ostrum Asset Management will not be held responsible for any decision taken or not taken on the basis of the information contained in this document, nor in the use that a third party might make of the information.

Figures mentioned refer to previous years. Past performance does not guarantee future results. Any reference to a ranking, a rating or an award provides no guarantee for future performance and is not constant over time. Reference to a ranking and/or an award does not indicate the future performance of the UCITS/AIF or the fund manager.

Under Ostrum Asset Management's social responsibility policy, and in accordance with the treaties signed by the French government, the funds directly managed by Ostrum Asset Management do not invest in any company that manufactures, sells or stocks anti-personnel mines and cluster bombs.



www.ostrum.com

Ostrum Asset Management

Registered Office: 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – Tel. +33 1 78 40 80 00

Limited Liability Company, Share Capital €50,434,604.76

Regulated by AMF under n°GP 90-009

Company Trade Registration (RCS) Number 329 450 738 Paris

Ostrum[®]
ASSET MANAGEMENT

An affiliate of:

 **NATIXIS**
INVESTMENT MANAGERS