

LE 5 PAGES MACRO DYNAMIQUE MACROÉCONOMIQUE

20 Mai 2020

Philippe Waechter
Chef Economiste

Twitter: @phil_waechter

Blog: ostrum.philippewaechter.com

Soundcloud: phil_waechter

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

Instagram: economic_dynamics

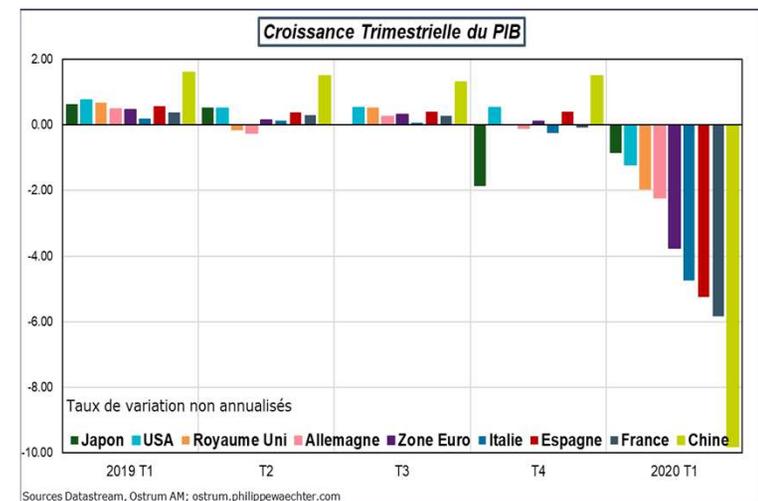
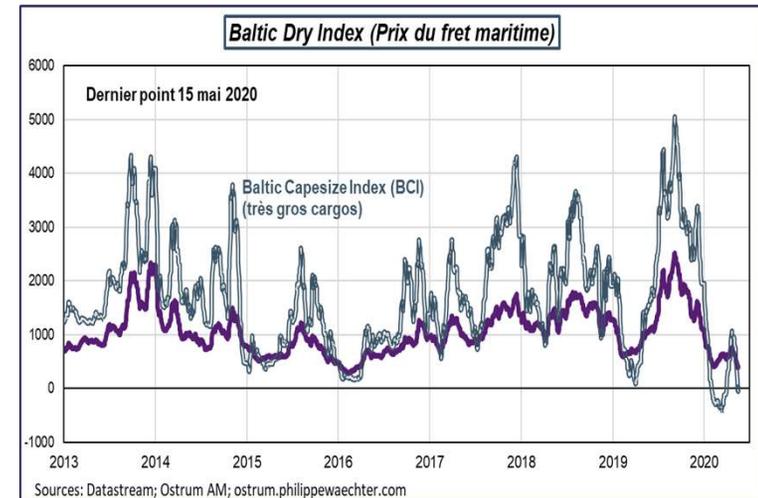


An affiliate of:



SYNTHÈSE

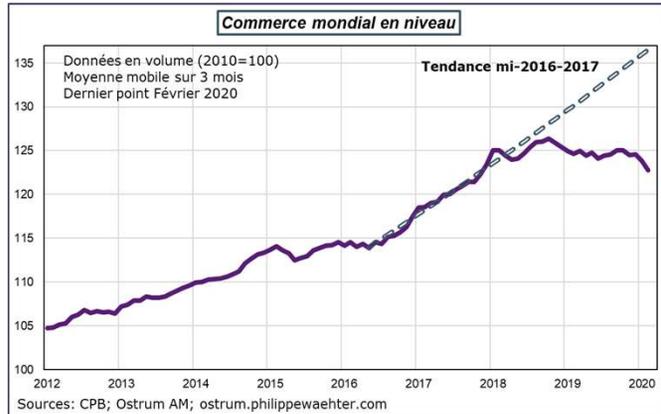
- Le commerce mondial ralentit à nouveau au cours du mois de mai. C'est ce que suggère l'allure du Baltic Dry Index qui mesure le coût du fret maritime. Il s'est replié à un niveau très bas et le prix des gros cargos est négatif à nouveau, faute de demande.
- Le PIB s'est effondré au cours du premier trimestre. De -1.2% aux USA à -9.8% en Chine, la contraction de l'activité a été spectaculaire (données non annualisées). Pour la Chine, le repli vient du confinement qui a démarré le 23 janvier à Wuhan soit plus de 2 mois durant le premier trimestre.
- Dans cette crise, il y a un effet d'offre négatif car les salariés, durant le confinement, n'ont pas pu se rendre à leur travail. Le télétravail ne concerne, en France, qu'un quart de l'emploi et plutôt sur les emplois qualifiés. Il y a aussi un effet de demande parce que les fournisseurs n'arrivaient pas à produire suffisamment. C'est la question des chaînes de valeur qui sont brisées. Il y a aussi un effet de demande négatif résultant des restrictions mises en place et de l'incertitude sanitaire qui provoque un comportement plus prudent tant du côté du consommateur qui épargne davantage que de l'entrepreneur qui n'investit pas. La demande est donc plus réduite et se combine avec les effets négatifs de l'offre.
- La complexité de la politique économique est de soutenir l'activité, ce qu'elle a fait durant toute la période de confinement, notamment en Europe. Elle doit maintenant favoriser le retour de l'expansion à l'échelle globale tout en étant attentif à tous les cas particuliers (secteurs) fragilisés par cette pandémie.
- L'accord franco/allemand sur un plan de 500 Mds d'euros doit permettre l'émission d'un actif européen (ce qui est une révolution), la subvention des secteurs et des régions fragilisés. L'impulsion, dans un monde polarisé ne peut venir que de l'intérieur. On ne peut attendre que le monde aille mieux pour aller bien.



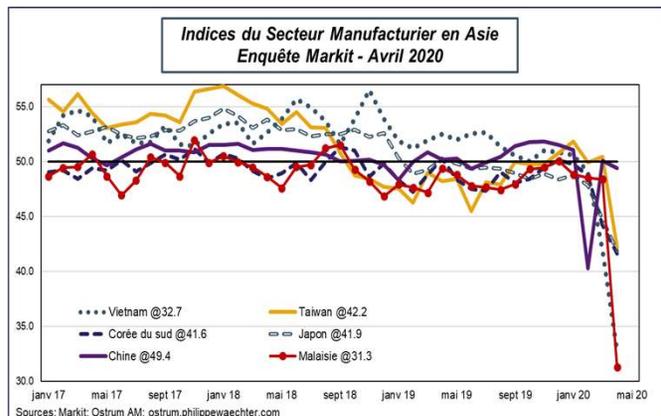
MACROÉCONOMIE – DYNAMIQUE DE COURT TERME ET PERSPECTIVES

- L'activité a chuté dans la seconde quinzaine du mois de mars dans la plupart des pays développés. La consommation des ménages et l'investissement se sont contractés, expliquant ainsi les chiffres négatifs du PIB sur le premier trimestre. Cela avait concerné, pour la France, 11 jours de confinement.
Pour le deuxième trimestre, la durée du confinement, en France, aura été de 25 jours durant lesquels l'économie française aura tourné autour de 65% de ses capacités (source Insee). Pour le reste de l'année, l'économie va converger vers une capacité plus élevée, 100% dans le meilleur des cas. Dans les autres pays, les capacités sont différentes, dépendant de la structure de la production (équilibre manufacturier/service) et de la sévérité du confinement. En Allemagne, selon DIW, les capacités ont été utilisées à 80% durant le confinement.
- Pour 2021 et après, il y a deux options possibles. Soit le comportement des économies est similaire à celui constaté lors des deux dernières récessions. Dans ce cas, la croissance serait proche de celle d'avant la récession. Cette observation est constatée dans la plupart des pays développés à l'exception de l'Allemagne et du Japon qui avaient bénéficié de la forte reprise chinoise en 2010. On ne peut pas faire cette hypothèse actuellement. Cela se traduirait pour ses pays par un retour au PIB de 2019 en 2026-2027. L'autre option est celle des grandes institutions qui valident une reprise forte en 2021. Elle ne compense pas le repli de 2020 mais permet pour la plupart de revenir sur le PIB de 2019 en 2022 ou 2023.
- La trajectoire probable des économies occidentales sera entre ces deux bornes. Cela implique un repli durable de l'emploi par rapport à 2019. Sur ce point, il y a plusieurs phénomènes à regarder
 - Le premier est que le niveau d'emploi nécessaire à la production sera plus réduit qu'en 2019. Le taux de chômage sera plus important.
 - La sortie du confinement se traduira par une hausse des faillites et un emploi plus réduit. Toutes les personnes en chômage partiel ne retrouveront pas leur emploi
 - La structure de la production ne sera pas similaire, en sortie de crise que celle en entrée de crise. Il y aura alors un problème d'appariement entre les emplois proposés et les personnes disponibles.
 - Cela se traduira par un marché du travail dégradé dans la durée créant un effet négatif sur la demande. Cet effet d'hystérèse qui avait été constaté en Europe par le passé pourrait s'observer aussi dans les autres pays du monde, notamment aux USA et en Chine.
 - Aux USA, spécifiquement, le choc sur le marché du travail ne pourra pas être inversé rapidement.
 - En Chine, le marché du travail aussi est dégradé. Le nombre de demandeurs d'emplois a augmenté très rapidement au regard des emplois vacants. Ce changement brutal résulte de la crise sanitaire en Chine. La crise sociale est une crainte politique majeure pour le gouvernement chinois. Cela justifie de nombreuses mesures pour relancer l'expansion.
- Une conséquence immédiate est la mise en œuvre de politique économique active pendant longtemps. L'investissement public et la formation doivent permettre d'être des sources d'impulsion et d'amélioration de l'employabilité pour que l'ensemble des salariés s'adaptent rapidement à l'environnement forcément différent qui résultera de cette crise.
- L'autre facteur majeur est chaque pays ou chaque région va avoir tendance à être plus attentif à ses propres problèmes, renforçant ainsi la polarisation qui se dessine. La dynamique du commerce mondial n'aura alors plus le rôle qui était le sien par le passé. Ce ne sera plus la source d'impulsion qu'elle était.

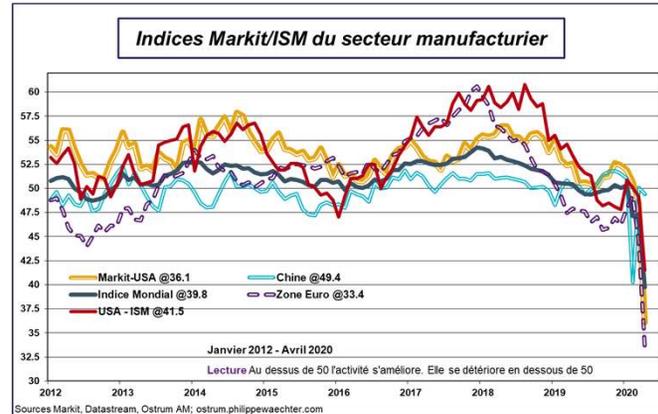
GRAPHES EXPLICATIFS SUR LA MACROÉCONOMIE



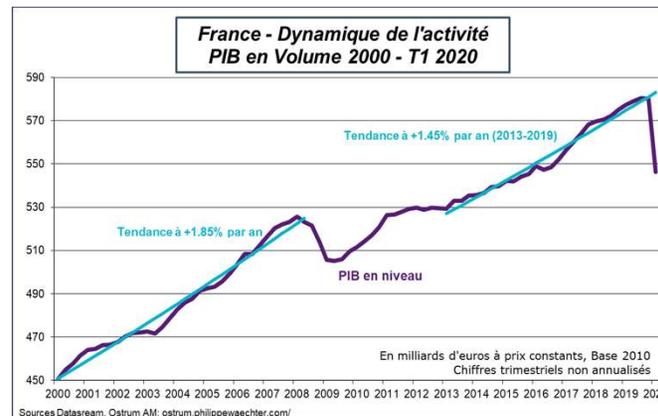
Le commerce mondial s'est contracté en février de 1.5% sur un an. L'évolution récente du prix du fret maritime et l'allongement des délais de livraison dans l'industrie suggèrent une allure radicalement baissière au printemps. Aucun pays ne peut attendre que les autres aillent mieux pour aller bien



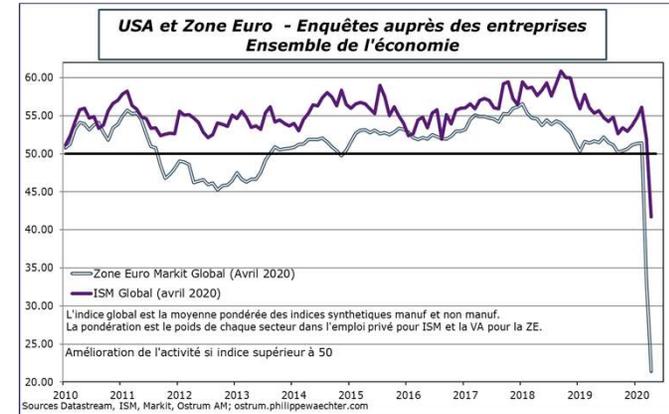
La rupture de l'activité affecte aussi l'Asie. Les pays ont subi des débouchés réduits en raison de la chute du commerce mondial et du fort ralentissement chinois. En Chine, la production s'améliore mais les demandes interne et externe sont trop peu dynamiques pour provoquer une reprise globale forte.



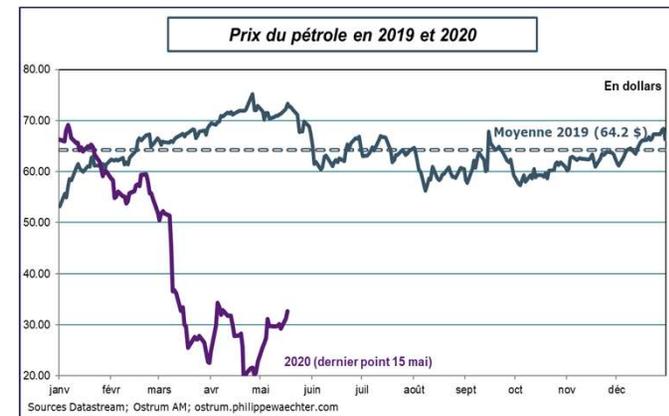
En avril, la rupture de l'activité est confirmée. Les indices du secteur manufacturier retrouvent les niveaux constatés lors du choc financier de l'automne 2008. Le confinement de l'activité économique se traduit par des retards dans les chaînes de production mondiales, pénalisant alors la production.



L'économie française a connu sa plus forte contraction au premier trimestre 2020. Jamais depuis 1949 et la création des comptes nationaux trimestriels, un tel repli n'avait été constaté. La demande (consommation et investissement) s'est effondrée durant les 11 jours de confinement du mois de mars, entraînant l'ensemble de l'activité vers le bas.

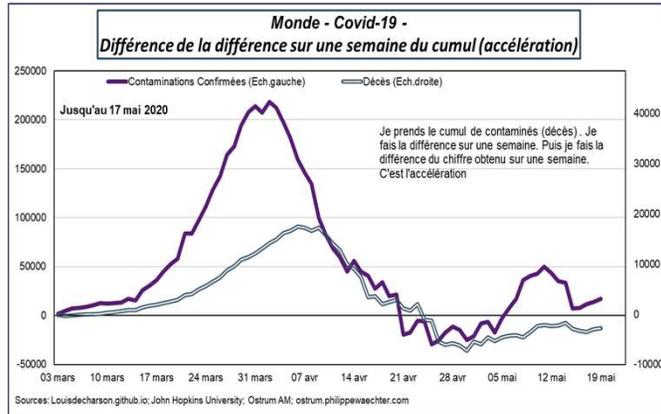


Jusqu'au mois d'avril, l'impact de la pandémie et les effets du confinement ont été plus importants en Europe qu'aux USA. Cela est notamment perceptible dans les services où le confinement a, immédiatement et dès le mois de mars, affecté le tourisme et le commerce en Europe. Les USA sont arrivés plus tard.

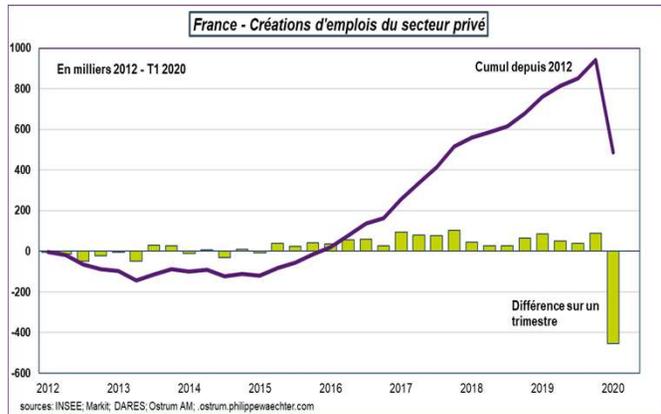


Le prix du pétrole reste bas en dépit, récemment, des anticipations fortes sur la possibilité d'un vaccin. Le marché a été perturbé par la baisse de 30% de la demande (pandémie) alors que l'offre restait pléthorique. Ce déséquilibre explique le prix bas de l'or noir et même son passage en territoire négatif pour le WTI à la fin du mois d'avril. (voir mon blog pour une explication)

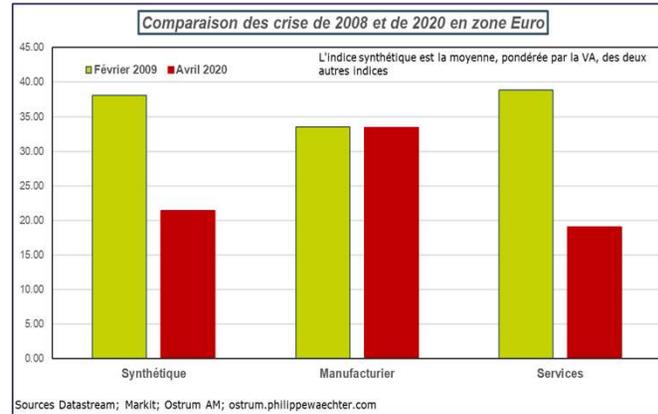
LA CRISE SANITAIRE ET SES CONSÉQUENCES MACROÉCONOMIQUES



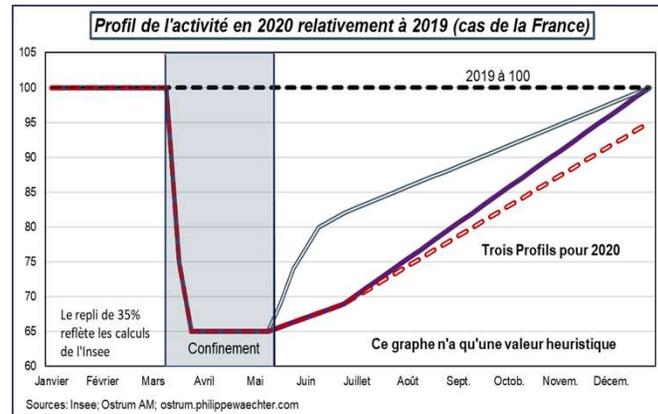
L'allure de la pandémie a changé avec le confinement. L'accélération hebdomadaire à l'échelle globale s'est franchement infléchie tant sur les contaminés que sur les décès. Le confinement, dont le coût est exorbitant, était le passage obligé pour limiter l'impact léthal de la pandémie.



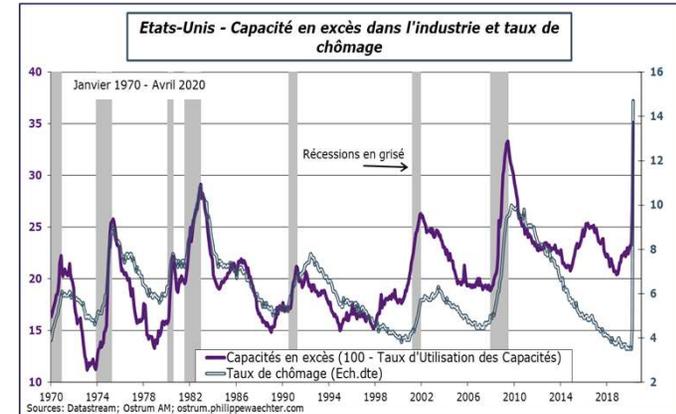
En France comme aux USA, la question majeure sera celle de l'emploi si la crise dure puisque l'employabilité des personnes au chômage diminuera limitant leur capacité à reprendre un emploi. La gestion de la crise doit s'accompagner d'un plan de formation ambitieux afin d'éviter un taux de chômage trop élevé dans la durée.



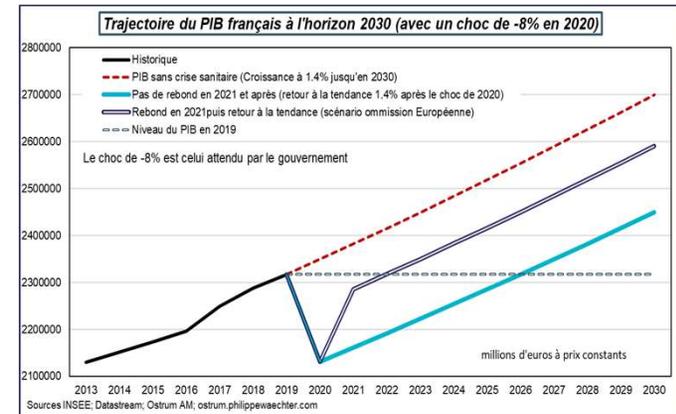
La caractéristique de la crise actuelle est qu'elle touche davantage les services. Le graphe compare le pire mois de la crise 2008/2009 pour la zone Euro avec les données d'avril 2020. Le niveau du secteur manufacturier est équivalent, pas celui des services. C'est pour cela que la crise sera longue à se résorber.



La variation de l'activité en 2020 par rapport à 2019 sera très dépendante de l'impact du confinement sur les capacités de production, de la durée du confinement et du rattrapage en sortie de confinement. Les trois trajectoires montrent des allures possibles et correspondent à une variation du PIB en 2020 liant de -8% à -15%. (le graphe prend l'exemple de la France)

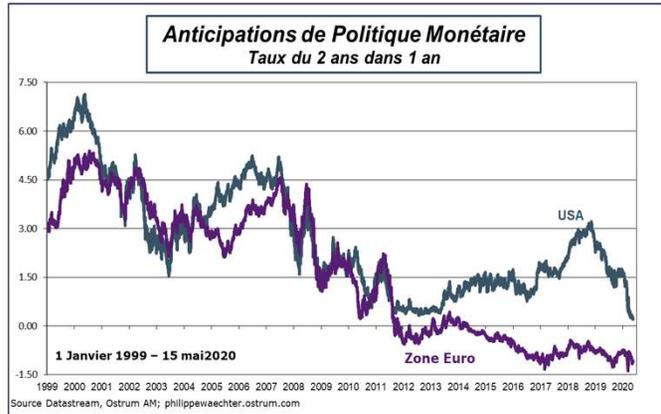


Aux USA, le choc est considérable. Le mouvement sur le marché du travail est plus brutal que lors des crises de 2008 ou de 1929. Le risque est qu'en raison de l'ampleur de la crise une part importante des emplois perdus le soit définitivement. La crise en modifiant la structure de la production aura condamné de nombreux jobs.

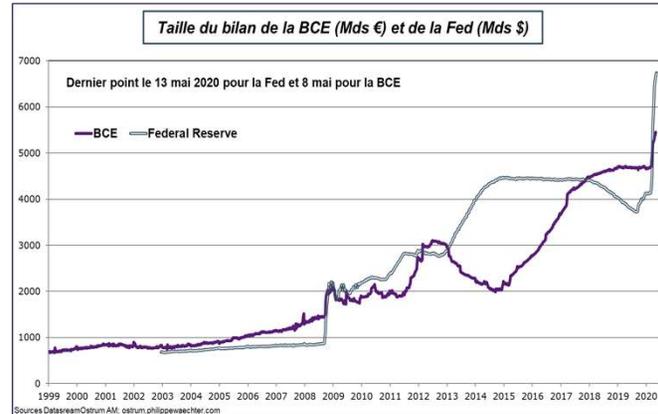


Le profil de l'activité après 2020 permet de définir le champ des possibles. Pour la France, la trajectoire basse est celle reproduisant les caractéristiques de l'économie française après les récessions de 1993 et de 2009. Le PIB de 2019 ne serait atteint qu'en 2026. L'autre scénario est celui de la Commission Européenne qui suppose un rebond fort et rapide de l'activité en 2021.

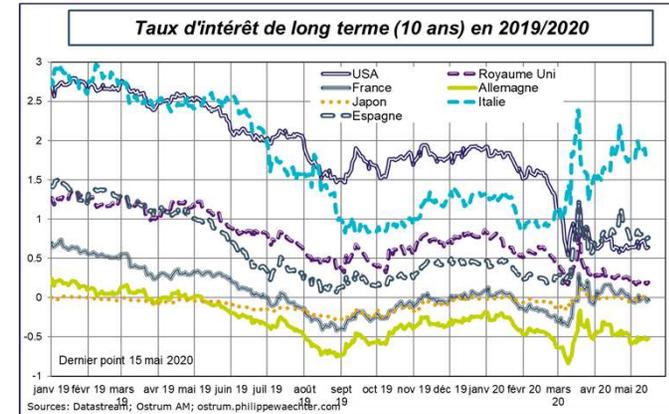
GRAPHES EXPLICATIFS – POLITIQUES MONÉTAIRES ET MARCHÉS FINANCIERS



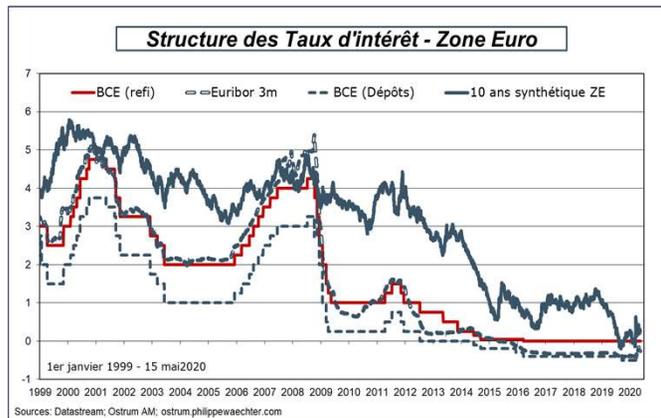
Les investisseurs n'attendent pas d'inversion de la politique monétaire dans les deux années qui viennent. Les banques centrales resteront accommodantes afin de ne pas menacer la mutualisation du choc sanitaire. Des taux bas garantissent un coût réduit de la dette y compris de la dette privée



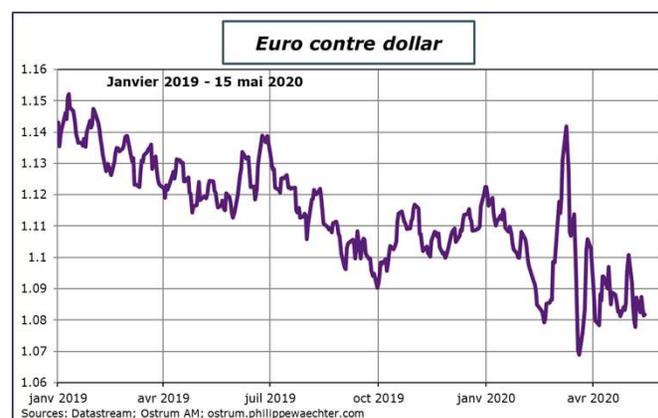
Les banques centrales sont partie-prenante dans la gestion de la crise. Elles gèrent le marché obligataire pour maintenir des taux bas. Pour cela elles sont prêtes à laisser grossir la taille de leur bilan. L'allure des bilans est sans précédent et la hausse des déficits public (20% du PIB aux US) va les mettre à contribution



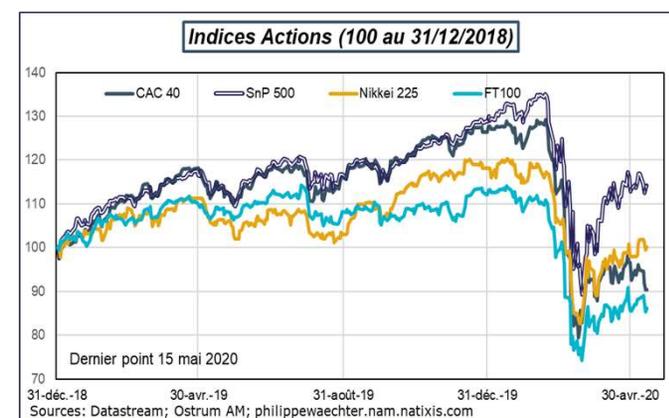
Le risque sur les taux d'intérêt est italien comme le montre le graphe. L'Italie fait face à des coûts sanitaires très élevés alors que sa situation budgétaire est précaire. Jusqu'à présent ce risque est grandement compensé par l'intervention de la BCE. Sera-C'est suffisant dans la durée ?



La structure des taux d'intérêt va rester cohérente avec celle observée actuellement en zone Euro. L'action de la BCE est majeure pour permettre des taux bas afin de mutualiser la dette publique face au choc sanitaire mais surtout pour que les entreprises ne soient pas mises en difficulté lors de la sortie de confinement et la reprise.



Dans cette crise, le dollar reste la monnaie de référence. Ses fluctuations reflètent les annonces faites par la Fed. Cela correspond au rôle majeure de la banque central américaine dans la gestion monétaire mondiale.



Le rebond sur le marché des actions est spectaculaire et traduit le sentiment qu'en dépit d'un scénario macroéconomique très dégradé, l'action des gouvernements et des banques centrales limitera le risque global comme cela a été le cas par le passé.

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