

Economie

La plus sévère ET la plus courte des récessions

Lundi 08 Juin 2020

Bruno Cavalier - Chef Economiste
bruno.cavalier@oddo-bhf.com
+33 (0)1 44 51 81 35

Fabien Bossy - Economiste
fabien.bossy@oddo-bhf.com
+33 (0)1 44 51 85 38

<https://www.oddosecurities.com>

Dans les pays développés, la contraction du PIB réel devrait se situer entre -7% et -12% en 2020. C'est environ sept fois plus que l'amplitude d'une récession-type. La chute d'activité aura duré à peu près deux mois, soit cinq fois moins que la durée d'une récession-type. Sévérité et brièveté sont les deux caractéristiques de ce cycle. Un rebond semble amorcé, il va sans doute s'amplifier pendant quelques mois, d'autant que les banques centrales ont corrigé sans délai le durcissement des conditions financières. Cela dit, le choc peut avoir des effets décalés (faillites) qui rendent illusoire un rattrapage total à brève échéance.

Récession du coronavirus, c'est déjà fini ?

*Se pourrait-il que cette contraction [de l'activité économique], la plus sévère de l'histoire moderne, soit aussi la plus courte ?¹ C'est ainsi que nous nous interrogeons en mars dernier au début du Grand Confinement. C'est peu dire que ce qu'on a vécu depuis sort de l'ordinaire, tant pour les évolutions économiques et financières que pour les actions de politique économique. Ayant désormais un peu de recul sur l'événement, on peut mieux apprécier l'amplitude du choc et les prémices de sa correction. **Il est avéré que nous avons effectivement affaire à la récession la plus sévère ET la plus brève.** Ces deux caractéristiques n'envoient pas le même signal pour la reprise.*

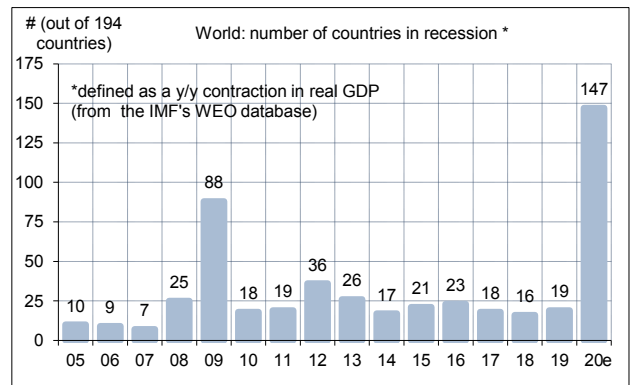
➤ **Sévérité du choc** – L'arrêt forcé d'une large partie de l'activité a débuté vers la fin du T1 dans la plupart des pays développés et s'est poursuivi sur avril. La remise en route a démarré dans le courant du mois de mai, toujours de manière graduelle. Le choc a été si soudain et violent que même les comptes nationaux du T1 en portent la trace, mais c'est au T2 que l'impact négatif sur la croissance sera maximal². En moyenne pour ces pays, la contraction du PIB réel a été de 2% t/t au T1 (ou -8% en rythme annualisé). Nous prévoyons au T2 une chute de l'ordre de 13% t/t (ou -43% en rythme annualisé). L'effet d'acquis est tel que les prévisions sur l'année complète sont dramatiquement abaissées, même en tablant sur un fort rebond technique au second semestre. A l'échelon global, on n'avait jamais vu les prévisions être révisées aussi vite et tomber aussi bas (graphe de gauche). A la mi-avril, le FMI s'attendait à ce que près de 150 pays soient en récession en 2020, bien plus que durant la Grande Récession de 2008-2009 (graphe de droite).

Croissance mondiale : prévisions du consensus



Sources : consensus forecasts, FMI, Oddo BHF Securities

Récession mondiale : prévisions du FMI



¹ Voir Flash éco du 23 mars 2020 : "Objet Économique Non Identifié"

² La dureté et l'extension des mesures de confinement ont varié entre pays, expliquant en large partie les différences dans l'évolution du PIB au T1. Les mesures ont été plus sévères en Europe qu'aux États-Unis. En Europe, elles ont été plus sévères dans le sud, France comprise, que dans le nord. Voir Flash éco du 14 mai 2020 : "Peut-on hiérarchiser les pays en sortie de confinement ?"

Risque de conflits d'intérêts:

ODDO BHF et/ou une de ses filiales peuvent être en situation de conflits d'intérêts avec certains des émetteurs mentionnés dans cette publication. Vous pouvez consulter l'ensemble des mentions des conflits d'intérêts en dernière page de ce document.

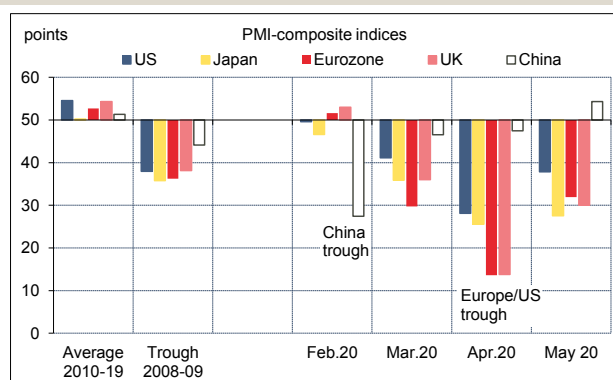
Le présent document n'est pas un document contractuel ; il est strictement destiné à l'usage privé du destinataire. Les informations qu'il contient se fondent sur des sources que nous estimons fiables, mais dont nous ne pouvons garantir l'exactitude ni l'exhaustivité. Les opinions exprimées dans le document sont le résultat de notre évaluation à la date de la publication. Elles peuvent donc être révisées à une date ultérieure.



Une autre mesure du caractère hors-normes de cette crise est le climat des affaires. A leur point bas d'avril, les indices PMI-composite sont tombés au-dessous de 30 points aux États-Unis et au Japon, au-dessous de 15 points en Europe. Ils dépassaient 50 points en février. Les précédents creux de 2009 qu'on avait cru indépassables ont été largement enfoncés. **Par sa sévérité, la crise du coronavirus est un multiple de tout ce qu'on a pu connaître dans l'histoire moderne, hors période de guerre.**

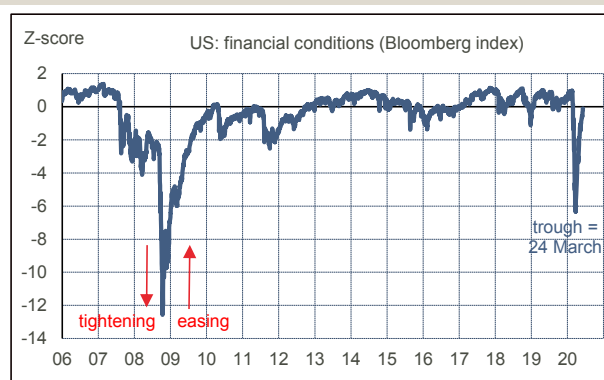
➤ **Brièveté du choc** – Il est usuel de définir une récession comme une baisse du PIB pendant au moins deux trimestres de suite. Aux États-Unis, une récession-type dure un an, la Grande Récession a duré dix-huit mois. Cette fois-ci, on voit qu'après deux mois de correction, le climat des affaires a déjà fortement rebondi, même si son niveau absolu reste bas (graphe de gauche). Diverses données à haute fréquence (indices de mobilité, transactions par cartes de crédit, consommation d'énergie) confirment que la sortie du confinement aboutit à un vif sursaut de l'activité et de la dépense. **A l'heure actuelle, la récession est terminée et la reprise a débuté.** Cela vient de ce que la récession a été causée par un événement exogène, et non comme d'habitude à cause de déséquilibres devenus insoutenables (excès de crédit, choc inflationniste). Par ailleurs, le contre-choc de politique économique a lui-même été d'une rapidité et d'une amplitude sans précédent. C'est surtout net du côté de la politique monétaire. Dès le début de la crise, les banques centrales ont ressorti leur arsenal anti-crise, expérimenté durant la Grande Récession, et, bien souvent, l'ont étendu. Au bout du compte, le durcissement des conditions financières a été arrêté plus vite qu'en 2008, et à un degré bien moindre (graphe de droite). **À chaque fois qu'un segment des marchés de capitaux a montré des signes de dysfonctionnement, les banques centrales sont intervenues pour corriger le problème. En somme, elles ont réussi à ce qu'il n'y ait pas de rationnement du crédit. Si ce succès se confirme, cela devrait aider et prolonger la reprise, qui n'est encore à ce stade que technique.**

Indice de confiance des directeurs d'achat



Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, Odco BHF Securities

Indice des conditions financières (États-Unis)



L'extrême sévérité et l'extrême brièveté définissent la crise économique associée au coronavirus. Il peut être tentant de privilégier l'une ou l'autre de ces caractéristiques du cycle, mais ce faisant, on perd une partie de l'information. On l'a vu avec le dernier rapport sur le marché du travail aux États-Unis. En mai, le nombre des employés a rebondi de 2.5M (-20.7M en avril) et le nombre de chômeurs a baissé de 2.1M (+15.7M en avril)³. Soucieux de détourner l'attention d'autres problèmes, le président américain a été prompt à souligner combien ces résultats étaient très bons. De fait, le signal est encourageant. Pour autant, on ne saurait ignorer que près de 90% de la correction sur l'emploi reste à opérer⁴. Le rattrapage va se prolonger à mesure que les règles de déplacement seront assouplies mais sera long, et peut-être incomplet.

Au total, les premières données couvrant la période de déconfinement indiquent qu'un fort rebond technique a débuté. Comme la politique économique a protégé le revenu des ménages, ce rebond a toutes raisons de s'amplifier. Pendant quelques mois, les indicateurs macro vont sans doute dépasser tous les records, cette fois à la hausse, après les avoir dépassé à la baisse, mais cela ne nous dit rien du point d'atterrissage. Le profil de la reprise n'est pas encore déterminé, et le plus probable est qu'il n'aura pas la forme simpliste d'une lettre de l'alphabet. Il y a trop de paramètres en ligne de compte : conditions sanitaires, politique économique, conditions financières, effet décalé du choc sur les défaillances d'entreprises, etc.

³ Tous sont chiffres sont à considérer avec prudence. Le Bureau of Labor Statistics reconnaît lui-même que le classement de certaines personnes comme employés (bien qu'absentes de leur travail à cause du coronavirus) plutôt que comme chômeurs est peut-être fautif. Cela représente des millions de personnes et jusqu'à trois points de taux de chômage.
⁴ Voir PIIIE (2020), "The US unemployment rate is higher than it looks and is still high if all furloughed workers returned", Blogpost du 5 juin.



Disclaimer:

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs autres que des ressortissants des États-Unis :

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »), agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Lorsqu'elle est distribuée hors des États-Unis, l'étude est exclusivement destinée à des clients non américains d'ODDO ; elle ne saurait être divulguée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ODDO.

Le présent document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions personnelles avant sa publication. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts.

À la date de publication du présent document, ODDO et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de ODDO. Cette étude ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Cette étude s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Elle peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres personnes prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs ressortissants des États-Unis :

Merci de vous référer aux rapports de recherche sur les sociétés concernées pour une information complète et les mentions d'informations.

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »). Cette étude est distribuée aux investisseurs ressortissants des États-Unis exclusivement par ODDO BHF New York Corporation (« ONY »), MEMBER: FINRA/SIPC. Elle s'adresse exclusivement aux clients d'ONY ressortissants institutionnels des États-Unis et ne saurait être communiquée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ONY. Ce document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. Ce document vous est fourni à titre d'information uniquement et ne constitue pas une base suffisante pour prendre une décision d'investissement.

À la date de publication du présent document, ODDO, et/ou l'une de ses filiales peuvent avoir noué des relations d'affaires avec le ou les émetteur(s) mentionnés dans ce document. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Cependant, ODDO n'a pas d'obligation de mettre à jour ou modifier l'information contenue dans ce document. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis.

Cette étude ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche au sens de FINRA Rule 2241(a)(11) car ce rapport répond à l'une des exclusions de la définition de rapport de recherche au sens de la Règle 2241(a)(11)(A). Ce document s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas sûr d'être un investisseur institutionnel.

Informations à communiquer conformément à la Loi et aux Règlements des États-Unis

Information Règle 15a-6 : Conformément à la Règle 15a-6 (a), toutes transactions réalisées par ODDO, et/ou par une de ses filiales avec un client institutionnel américain sur les titres décrits dans ce document réalisé hors des États-Unis, doivent être effectuées par l'intermédiaire d'ONY.

Coordonnées de la société chargée de la distribution de la recherche aux investisseurs ressortissants des États-Unis : ODDO BHF New York Corporation, MEMBER: FINRA/SIPC est une filiale à 100 % d'ODDO BHF SCA ; Philippe Bouclainville, Président (pbouclainville@oddonny.com) 150 East 52nd Street New York, NY 10022 212-481-4002.

Vous pouvez consulter les mentions des conflits d'intérêts de toutes les sociétés mentionnées dans ce document sur le site de la recherche de Oddo & cie.