

# Economie

## Va-t-on vite vacciner l'économie contre le virus ?

Mardi 10 Novembre 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

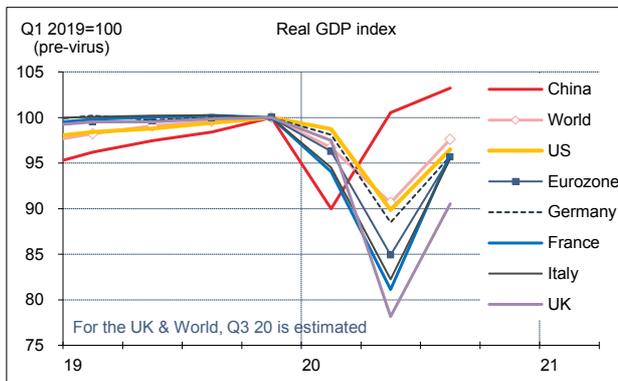
<https://www.oddosecurities.com>

*La nouvelle encourageante concernant la découverte d'un vaccin efficace contre le coronavirus a mis hier les marchés d'actions en ébullition. Cette réaction traduit un scénario où l'on pourrait envisager que l'économie mondiale revienne vite à 100% de ses conditions d'activité pré-virus – alors que, dans la situation présente, la majorité des pays n'ont récupéré que 90 à 95% de leurs capacités, sans grand espoir de combler le reste avant plusieurs trimestres. On examine ici (sous un mode un peu fictionnel car ce vaccin reste à produire à grande échelle) ce que ce scénario changerait à l'économie et à la politique économique.*

### Give me one more, one more shot (Jagger/Richards)

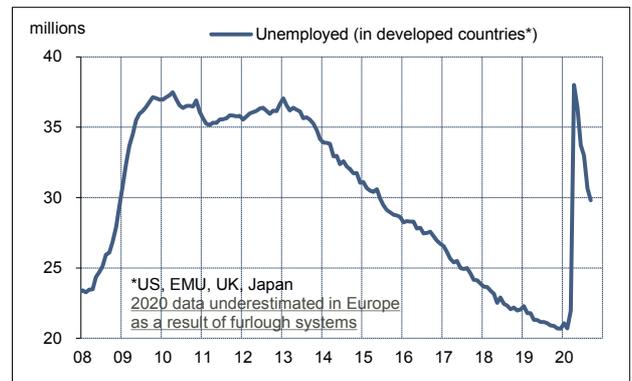
On l'a souvent dit dans ces pages<sup>1</sup>, mais répétons-le encore une fois, la crise causée par le coronavirus s'écarte dans l'ensemble et dans le détail d'une crise ordinaire. Son origine, son déclenchement soudain en l'absence de déséquilibres macroéconomiques préalables, son amplitude, son extension géographique, les réactions des banques centrales et des autorités budgétaires qu'elle a suscitées, rien dans cette crise ne s'inscrit dans le canon des récessions. Peut-on aussi imaginer que la sortie de cette crise soit, elle aussi, atypique, c'est-à-dire rapide et instantanée plutôt que longue et pénible ? Ce serait le cas par exemple si un vaccin efficace était produit et distribué à grande échelle sans grand délai. Cette question s'impose après l'annonce hier d'essais cliniques pointant peut-être en ce sens. **Pour les besoins de la réflexion, plaçons-nous donc dans l'hypothèse de travail suivante : on va rapidement vacciner toute l'économie mondiale contre le coronavirus. Quelles seraient les conséquences ?**

### Indices de PIB réel : pré- et post-coronavirus



Sources : Thomson Reuters, Oddo BHF Securities

### Nombre de chômeurs



**Prenons pour point de départ la situation après trois trimestres de pandémie.** A l'échelon global, le niveau d'activité se situait au T3 2020 3-4% sous son niveau pré-pandémie (T4 2019), après avoir chuté de près de 10% à son maximum<sup>2</sup>. Ce chiffre est "gonflé" par la contribution de la Chine qui est, à ce jour, le seul grand pays ayant vraiment surmonté le choc du coronavirus<sup>3</sup>. Pour les autres grandes économies, la perte d'activité se situe entre 5 et 10% par rapport au niveau pré-virus, après des pertes instantanées ayant pu atteindre jusqu'à un tiers au pire moment du confinement de mars-avril. **En tout état de cause, l'économie mondiale évolue très en-deçà de ses capacités normales** (graphe de gauche). Le nombre de chômeurs est bien plus élevé qu'il y a un an (graphe de droite) – un nombre au demeurant minoré du fait des distorsions de mesure causées par les systèmes de chômage partiel. **Plus longue est**

<sup>1</sup> Voir Flash éco du 23 mars 2020, "Objet Economique Non Identifié"

<sup>2</sup> Voir Flash éco du 24 août 2020, "Economie globale – Et soudain 10% du PIB s'est évaporé"

<sup>3</sup> Voir Flash éco du 16 septembre 2020, "La Chine siphonne la relance du reste du monde"

#### 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.



la période de sous-emploi des facteurs de production, plus grand est le risque qu'une partie du potentiel d'activité soit détruit de manière permanente. Les employés maintenus éloignés du marché du travail perdront leurs compétences, les entreprises repousseront leurs dépenses d'investissement, tant d'expansion que de renouvellement. Il n'est pas indifférent de se demander si on effacera les traces du choc en un an, deux ans, trois ans, ou jamais.

Si un vaccin anti-Covid efficace était administré à tout le monde dès demain, qu'advierait-il ? L'incertitude (prime de risque) s'en trouverait réduite de manière massive et durable. C'est en somme ce qu'a dit l'envolée des marchés d'actions hier. Au plan macroéconomique, l'hypothèse que nous formulons revient à envisager un coup de fouet immédiat à la dépense (rappel : il reste 5 à 10% à rattraper à minima), mais avec un rebond plus marqué des secteurs les plus affectés par la crise sanitaire et, partant, les plus en retard dans la reprise. A titre d'illustration, prenons le cas de la France puisqu'avec le dernier rapport de la banque centrale paru hier, on dispose d'une estimation fine en temps réel des écarts entre secteurs (tableau de gauche). L'impact du confinement actuel est estimé être trois fois moindre environ que l'impact du premier, en mars-avril, mais il n'en demeure pas moins très négatif. Le niveau d'activité total perdrait 8 points (de -4% à -12%) en un mois, mais pour de nombreux secteurs de services, le choc serait bien plus fort (-31 points à -40% pour les activités de commerce, de transports et de restauration). En termes relatifs, ce sont donc ces secteurs les plus exposés au risque de virus/confinement qui auraient le plus à gagner si on pouvait à nouveau vivre sans se préoccuper du coronavirus.

Tant qu'on raisonne dans l'abstrait, l'ajustement est supposé intégral et immédiat. Tout le monde reprendrait l'avion, réserverait ses vacances au soleil, se préparerait au Noël le plus festif qui soit. L'épargne forcée accumulée au cours des derniers mois ne manque pas pour financer ce rattrapage des dépenses, ni en Europe, ni même aux États-Unis (graphe de droite). En réalité, comme l'a montré la sortie du premier confinement au printemps dernier, on ne remet pas en route d'un claquement de doigt des pans entiers de l'économie qui sont arrêtés. Il peut donc y avoir des décalages entre offre et demande, et donc des poussées ponctuelles de prix.

France : impact sectoriel du risque virus/confinement

France: estimate of loss of activity					
Deviation from pre-pandemic (%)	Share of GDP (%)	Periods under review			
		April	Sept.	Oct.	Nov.
Agriculture + Agri-food	4	-31	-4	-4	-5
Energy, water, waste	3	-21	-4	-4	-5
Manufacturing	9	-44	-6	-5	-7
Construction	6	-65	-7	-6	-8
Trade, transports, accommodation	18	-46	-8	-9	-40
Finance & Real estate	17	-5	0	0	-1
Other market services	22	-30	-5	-6	-12
Non-market services	22	-30	0	0	-5
<b>GDP (total)</b>	<b>100</b>	<b>-31</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>-12</b>

Sources : BdF, Thomson Reuters, Odfo BHF Securities

US : taux d'épargne des ménages



L'autre question que pose un scénario de vaccination général et rapide concerne la politique économique. Depuis le printemps dernier, le dénominateur commun des actions des banques centrales et des autorités budgétaires est de s'assurer qu'on puisse financer sans problème une forte hausse du déficit public (désépargne) destinée à compenser l'augmentation de l'épargne privée. Mais si ménages et entreprises se remettent à dépenser, le besoin de soutien public s'en trouve automatiquement amoindri (là encore, aux délais d'ajustement près). Cela ne devrait pas être vu comme un resserrement puisque c'est la partie cyclique des déficits publics qui s'ajustera. De plus, il faut garder à l'esprit que la crise du coronavirus a modifié non seulement les actions des policy-makers mais aussi la manière de penser leur mission. La doctrine monétaire n'est plus la même à la Fed ou à la BCE et, en Europe du moins, la doctrine budgétaire ne l'est pas non plus. Le policy-mix actuel peut-il être inversé d'un coup en vue d'une normalisation rapide, à savoir une hausse des taux directeurs, la fin du QE et des restrictions budgétaires ? C'est un risque, mais il ne nous paraît minime. Du côté monétaire, il est désormais acté dans les nouvelles stratégies des banques centrales qu'il est moins risqué de s'exposer à une surchauffe de l'économie que de normaliser de manière trop précoce. Ce point ne sera pas remis en question. On imagine mal les banques centrales laisser les taux d'emprunt exploser à la hausse et rendre insoutenable le surcroît de dette associé au virus.



**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@oddony.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.