

Economie

Dans l'abîme des prévisions économiques

Mardi 31 Mars 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>

A voir les premières données économiques reflétant le choc du coronavirus, on se dit qu'il doit y avoir une faute de frappe. On vérifie, mais non, ce sont les bons chiffres... Depuis que le confinement a été mis en place, en Chine, puis en Europe et aux États-Unis, ces économies fonctionnent de 25% à 35% au-dessous de leur potentiel. Chaque semaine de confinement ampute le PIB d'environ un ½ point de pourcentage. Un mois et demi de ce régime (difficile de faire moins) puis une remise en route progressive sur une durée similaire, et voilà en gros 5 points de PIB volatilisés. Il n'y a pas à se forcer beaucoup pour avoir un choc plus sévère.

La durée du confinement est le facteur-clé

D'ordinaire, dans les pays développés, les prévisions de croissance du PIB à l'horizon d'un an ont un écart-type inférieur au ½-point de pourcentage. Quand un débat agite les prévisionnistes, il porte sur quelques décimales. En vingt ans, seuls deux événements ont provoqué une révision rapide et profonde des prévisions, les attentats du 9/11 et la faillite de Lehman Brothers. Il en ira de même avec le choc du coronavirus mais dans une proportion inédite¹. Avec les premières données macroéconomiques et sectorielles publiées depuis que les pays ont mis en place des mesures de confinement, on peut en effet estimer, fût-ce de manière imprécise, ce que va être le coût économique de la lutte contre la pandémie de coronavirus. Il est désormais certain que cela montera à plusieurs points de PIB. Adieu les décimales ! Pour affiner la prévision, trois paramètres sont à examiner : 1) l'impact instantané du confinement, 2) la durée du confinement et le processus de retour à la normale, 3) la réponse de politique économique.

➤ **Impact du confinement** – Pour l'estimer au mieux, la démarche consiste à désagréger le plus possible les effets sur l'offre ou sur la demande. En partant des facteurs d'offre, on examine le degré de perturbation de la production selon les grandes branches. L'OCDE considère ainsi que les services de tourisme, de commerce de détail et de loisirs, dont la restauration, mais aussi la construction et l'industrie de matériel de transport enregistrent des chutes d'activité de 50% à 100%. Du côté de la demande, on regarde quels segments de la consommation sont amoindris (biens durables, service de transports, tourisme) et lesquels sont stimulés (produits de base). Plusieurs études sont désormais disponibles couvrant un large éventail de pays². Leurs résultats peuvent différer selon les hypothèses touchant la perte d'activité de chaque secteur. L'étude de l'INSEE, pour la France, a l'avantage de reposer sur des observations de terrain venant de diverses organisations professionnelles, mais les ordres de grandeur des autres travaux sont plausibles. Il va sans dire que l'impact immédiat est lui-même évolutif car les processus de production sont adaptés aux exigences sanitaires (cas du secteur aéronautique en France). L'autre source de différence entre pays tient à la structure des économies, par exemple le poids du tourisme ou du secteur primaire.

Pour la grande majorité des pays du G20, l'ordre de grandeur de la perte d'activité se situe dans une fourchette allant de 25% à 40%

➤ **Durée du confinement** – Ce paramètre qui relève avant tout de l'épidémiologie est à n'en pas douter la principale incertitude du calcul. Aucun expert de la santé ne peut encore dire avec certitude combien de temps doivent être prolongées les mesures de distanciation sociale destinées à réduire la vitesse de propagation du virus. En Chine, la quarantaine à Wuhan n'est censée se terminer que le 8 avril, ce qui porterait sa durée à deux mois et demi. Dans le reste du pays, les restrictions de déplacement et fermetures d'usines et de commerces ont duré moins longtemps (2-3 semaines) mais n'ont été

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

² Voir les études suivantes ; OECD, "Evaluating the initial impact of Covid containment measures on activity", 27 mars; IMF, "Europe's COVID-19 crisis and the Fund's response", 30 mars; INSEE, "Point de conjoncture", 26 mars; IFO, "Die volkswirtschaftlichen Kosten des Corona-Shutdown für Deutschland: Eine Szenarienrechnung", 22 mars



levées que peu à peu. Compte tenu de l'exemple chinois, et sur la base des dernières déclarations, **un confinement strict (mais pas absolu) durant un mois et demi est désormais une hypothèse basse en Europe et États-Unis. À supposer que le pic de l'épidémie – nombre de décès quotidiens – soit passé sur cet intervalle, alors une levée du confinement sera envisagée mais ne saurait être immédiate. Elle pourrait durer plusieurs semaines. On peine à imaginer un retour à la vie normale avant le début de l'été. L'alternative penche vers un confinement plus long.**

Plus le confinement se prolonge, plus le coût économique s'accroît. **La récession est inévitable, mais en un sens, elle fait partie du traitement de la crise sanitaire.** Bon gré mal gré, tout le monde doit en convenir, y compris Donald Trump qui, la semaine dernière encore, souhaitait une réouverture rapide de l'économie US. Or, il va de soi que si l'épidémie s'étend au point de déborder les systèmes sanitaires, il est illusoire de penser, autorisation ou pas, que la population sera prête à reprendre une vie normale. On perdrait alors sur les deux fronts, la crise sanitaire et la crise économique³.

➤ **Réponse de politique économique** – A cause du confinement, une large partie des agents économiques, ménage aussi bien qu'entreprises, vont subir une perte de leurs revenus d'activité. Sans action publique, tous ceux n'ayant pas une épargne rapidement disponible se verraient obliger de réduire leurs dépenses ou de faire faillite. **Pour éviter qu'un dommage permanent résulte d'un choc qui ne doit être que temporaire (personne ne songe à un confinement éternel), la seule politique censée est de compenser la perte de revenus, de préserver la capacité de production pour la période post-confinement, et d'assurer que ni l'économie réelle, ni les banques ou les marchés, ne viennent à manquer de liquidité.** C'est plus facile dire qu'à faire. Les responsables de politique économique ont quelque peu tâtonné au cours des deux-trois dernières semaines, mais au stade actuel, les mesures monétaires et budgétaires ont, combinées, une masse qui est significative (tableau).

Monetary and fiscal actions during the coronavirus crisis *							
		Germany	France	Italy	Spain	US	UK
Monetary policy	Interest rates	no change at -0.50%				cuts of 150 bps to 0%	cut of 65 bps to 0.10%
	Liquidity (1)	Additional provision of liquidity on more generous terms (dual system on LTRO terms equivalent to a 25bp rate cut)				Several new facilities	New facility to support SME
	Liquidity (2)	dollar swap arrangements between central banks					
	QE	Additional QE of 120bn€ (March 12) + new programme of 750bn€ (PEP, March 19) + flexible stance to do more				New QE of 700bn\$, then "no limit"	QE of 210bn£
Fiscal policy	Direct transfers	123bn€ (3.6% if GDP)	45bn€ (1.9% of GDP)	50bn€ (2.8% if GDP)	17bn€ (1.4% if GDP)	CARES Act (2.2tr\$, or around 10% of GDP (2tr\$))	30bn£ (1.4% of GDP)
	State guarantees	"unlimited" up to 822bn€ (24% of GDP)	up to 300bn€ (12% of GDP)	up to 350bn€ (20% of GDP)	up to 100bn€ (8% of GDP)		up to 330bn£ (16% of GDP)

* as of 2020, March 30

On ne peut toutefois résumer l'efficacité de ces mesures à leur masse rapportée au PIB. Des décisions apparemment "gratuites" à première vue (par exemple l'allègement de réglementation bancaire) peuvent avoir d'importants effets positifs alors que des mesures fiscales peuvent se révéler inadéquates si elles sont mal ciblées. **À court terme, il s'agit moins de stimuler la demande (cela n'a pas grand sens tant que l'offre est contrainte) que de limiter au maximum la perte de potentiel productif. C'est pourquoi dans la plupart des pays, les mesures de politique économique visent à encourager le chômage partiel plutôt que les licenciements, à étaler les charges des entreprises (impôts, loyers, crédit) plutôt que de les acculer au dépôt de bilan, et surtout à éviter un rationnement du crédit.** La fourniture de liquidité dans des proportions adéquates est ce qui fera la différence quant à la durée de la récession. On est désormais certain qu'elle sera sévère, mais il n'y a pas de fatalité à ce qu'elle soit longue.

Même si le choc actuel est d'une nature et origine différentes de la crise financière de 2008, des leçons de cette époque ont été retenues semble-t-il. On a appris qu'il est préférable de délivrer le soutien le plus vite possible. Qu'il est inutile de fantasmer sur des périls imaginaires (par exemple, le caractère inflationniste de l'expansion du bilan des banques centrales). **Il est même certainement préférable de ne pas brider la**

³ Il est usuel pour mesurer le coût d'une intervention médicale ou d'un programme de santé d'estimer la valeur de la vie humaine (concept de "quality-adjusted life year"), autrement dit de faire une analyse coût-avantage. Au stade actuel de la pandémie, on peine à voir quels arguments pourraient justifier de mettre en balance le nombre de morts d'un côté, et la perte de points de PIB de l'autre.



réaction de politique économique à cause de l'aléa moral. Il est probable qu'il y aura des passagers clandestins cherchant profiter indûment de l'aide publique, mais ce n'est pas un problème de premier ordre. En 2008, aux États-Unis, nombre de politiciens étaient réticents à secourir un secteur financier qui était largement responsable de ses propres problèmes. En Europe, certains pays "vertueux" avaient jugé, avec une *joie mauvaise* non dissimulée, que la crise des pays "laxistes" était la sanction de leurs excès. Les mêmes tenants de la "vertu" ne sont pas loin de brandir des arguments similaires cette fois-ci, alors que le choc est purement exogène et, de surcroît, frappe tous les pays. Leur position est moins forte qu'après la crise de 2008, mais suffisante sans doute pour bloquer des actions mieux coordonnées entre pays.

Au total, vu la rapidité et le montant de la réponse de politique économique, il n'est pas absurde de supposer qu'une large partie des capacités de production sera préservée face à un choc étalé sur quelques mois⁴. Il est possible d'ailleurs que cette réponse soit étendue si le besoin s'en fait sentir. **Dans ces conditions, on peut escompter un "retour à la normale" dans le courant de 2021, c'est-à-dire un retour sur le niveau d'activité d'avant l'apparition du coronavirus. Cette convergence débiterait au second semestre 2020, mais ne serait pas instantanée.**

➤ **Des prévisions bouleversées** –Ayant posé le cadre de la prévision, on peut faire les calculs. Un recul d'environ 25% des capacités de production pendant le confinement, cela revient à dire que chaque mois dans cet état se traduit directement par une baisse de 2% du PIB annuel. **En six semaines, cela coûterait 3 points de croissance, une estimation qui ne tient pas compte des effets induits ou cumulatifs de la fermeture de l'économie (abaissement du potentiel). Mettons qu'il faille autant de temps pour lever les restrictions, le choc avoisinerait de 5 à 7 points de PIB dans les pays développés. Ce sont là, selon nous, des hypothèses acceptables, avec une alternative qui penche pour un confinement plus long et une remise en route plus étalée. On peut alors aisément doubler la mise, si on ose dire.** Avec un choc de cette intensité, les quelques écarts par pays sont marginaux (hormis l'effet de calendrier qui met le maximum du choc au T1 en Chine et au T2 dans les autres pays). À titre d'illustration, on présente dans le tableau ci-dessous le profil de prévisions qui ressort de nos hypothèses.

	Potential GDP growth (y/y%)	Assumptions on the lockdown			Implied Real GDP growth					
		GDP fall	Start of lockdown*	End of lockdown*	q-o-q %				y-o-y %	
					Q1	Q2	Q3**	Q4**	2020	2021
US	2.0	-25%	March 22	May 4	-2	-13	8	7	-5.7	6.6
Euro area	1.4	-26%			-5	-9	7	6	-6.8	6.6
- Germany	1.4	-29%	March 17	April 27	-5	-11	8	7	-7.4	6.9
- France	1.2	-26%	March 17	April 27	-4	-10	7	6	-6.7	6.0
- Italy	0.4	-26%	March 9	April 20	-7	-5	5	5	-7.0	5.3
- Spain	1.4	-29%	March 14	April 27	-6	-10	8	7	-6.7	7.2
UK	1.6	-26%	March 23	May 4	-2	-13	8	7	-6.8	6.6
China	6.0	-19%	Jan. 30	Feb 24.	-9	9	-1	-1	-1.1	5.3
World	3.2	-23%			-5	-6	5	5	-5.0	6.4

* There is no national lockdown in some countries. Dates are indicative of the maximum impact of local measures

**we assume that all social distancing measures will be lifted around six weeks after the end of lockdown but GDP will only go back to its pre-crisis trend by end-2020 (an assumption on the optimistic side)

En début d'année, la vue générale était que la croissance mondiale, après deux années de modération, avait touché son point bas et accélérerait en cours d'année. Après tout, la guerre tarifaire US-Chine était mise en pause et le sentiment des industriels reprenait des couleurs. **Une progression moyenne du PIB mondial d'au moins 3% était envisagé en 2020 (FMI : +3.4%). Trois mois plus tard, se dire qu'une prévision ramenée à -5% n'est même pas le pire des scénarios possibles paraît incroyable.** Il n'est pas étonnant que tant de responsables fassent su souvent référence à une situation de guerre (qu'aucun d'ailleurs n'a connue). Si le parallèle a quelque valeur, c'est pour indiquer que l'impact sur les finances publiques sera massif. Olivier Blanchard, l'ancien économiste du FMI, rappelait il y a peu que de 1943 à 1945 les États-Unis ont enchaîné trois années de déficit public supérieur à 20% du PIB (26%, 21%, 20%). Même sans aller jusque-là, **il est certain que tous les pays vont ressortir de cette pandémie avec un endettement plus élevé. Pour une large partie, il se retrouvera au bilan de la banque centrale. Vivra-t-on alors beaucoup plus mal ?**

⁴ Voir Focus-US du 27 mars 2020 : "L'économie US sous assistance respiratoire".



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.