ODDO BHF
CORPORATES & MARKETS

Economie

Focus France
N° 2020 - 04

France – Désolé, c'est fermé !

Jeudi 26 Mars 2020

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

https://www.oddosecurities.com

La fameuse image du battement d'aile de papillon provoquant une tornade à l'autre bout de la planète est usée et archi-usée, et pourtant il est difficile de ne pas y penser à voir les répercussions globales du coronavirus. Les conditions de fonctionnement de nos économies sont une pleine liberté de mouvement des personnes et des biens. Ôtez cette liberté, changez les conditions, et le système ne fonctionne plus. Le confinement, édicté pour la raison supérieure de limiter l'épidémie, a mis à l'arrêt l'économie française. L'effet instantané est une chute de l'activité d'un bon tiers. Pour combien de temps, nul ne le sait…

Le focus de la quinzaine

Le confinement de la population française qui a officiellement débuté le **17 mars** à midi modifie du tout au tout la situation économique et ses perspectives. Le même constat vaut, il va sans dire, à peu près partout dans le monde. Il n'est pas exagéré de dire qu'il s'agit d'un choc historique à cause de sa dimension globale et sa soudaineté[1]. Avant d'examiner calmement plus tard quand, comment et à quel coût on sortira de cette situation exceptionnelle, il est utile de mesurer, fût-ce de manière imprécise, l'impact immédiat sur le niveau d'activité et ce qui en découle (chômage, finances publiques). On peut ici combiner plusieurs approches.

- Tout d'abord, des comparaisons historiques. Même si les circonstances actuelles sont sans précédent, du moins, à vue humaine, on peut chercher dans les chocs du passé certains aspects comparables à ce qu'on vit. Le premier qui se présente à l'esprit est la crise financière globale de 2008-2009 et la "Grande Récession" qui en a résulté. Dans le cas de la France, sur une durée de cinq trimestres, le PIB réel s'est contracté de 3.9% au total, avec un maximum d'intensité au T4 2008 et T1 2009 où la baisse du PIB était de 1.5% par trimestre. On aimerait s'en tirer à s'y bon compte ! La nature du choc actuel est bien différente. Il y a douze ans, le problème partait du secteur financier et se répercutait sur l'économie réelle. Cette fois-ci, c'est tout le contraire. L'économie réelle est mise à l'arrêt mais tout est fait pour que cela n'aboutisse pas à un *credit crunch*. Si le crédit ne fait pas défaut, il y a de bonnes chances que le retour à la normale puisse se faire sans trop de délai, une fois bien entendu que la crise sanitaire sera sous contrôle. C'est le crédit ou l'absence de crédit qui fera la distinction entre un choc sévère mais relativement bref et un choc sévère avec des effets cumulatifs au cours du temps. Un deuxième cas historique peut être rappelé, celui des événements de Mai 1968. En appui des protestations des étudiants, une grève générale débuta le 13 mai 1968, se poursuivant pendant plusieurs semaines. On a là un exemple d'arrêt de la production sur grande échelle. À ce jour, dans l'histoire économique moderne, le T2 1968 est le pire moment qu'ait connu l'économie française, le PIB réel se contractant de 5.3% sur un trimestre. Cela donne une idée minimale – sans doute très minimale – de ce que pourrait être la chute de production à la fin du T1 et au T2 2020. Notons en passant qu'une fois la grève finie, il y eut un fort rebond de l'activité (+8% t/t au T3 1968). Ce schéma (en V) est un argument puissant pour ne pas limiter le soutien que la puissance publique doit apporter au secteur privé.
- Ensuite, l'analyse du climat des affaires. Ces derniers jours ont paru les enquêtes de mars faites par Markit auprès des directeurs d'achat et par l'INSEE auprès d'un plus large panel d'entreprises. La période sous revue ne tient pas pleinement compte du confinement. L'INSEE précise ainsi que la plupart des réponses ont été recueillies avant le 16 mars. Il note aussi que la qualité de la statistique économique va nécessairement s'en ressentir pendant un certain temps. Ces réserves posées, les résultats obtenus sortent de tous les référentiels connus. L'indice PMI d'activité composite a chuté de 22 points par rapport à février pour ressortir à 30.2pts. La

[1] Voir *Flash éco* du 16 mars 2020 : "*Quarantaine = Récession*" et du 23 mars 2020 : "*Objet Economique Non Identifié*"

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.

Ce document a été imprimé pour David HICKS Le 26/03/2020 14:09:10 .

contribution majeure est venue des services (annexe en p.3). Pour mémoire, le point bas dans la Grande Récession était de 37 points en février 2009. L'indice synthétique de l'INSEE qui couvre tous les secteurs marchands perd 10pts (le précédent record était -9pts en octobre 2008, suite à la faillite de Lehman Brothers). Toutefois son niveau (95) reste encore loin du creux de la précédente crise (68 en mars 2009, 100 étant la moyenne de longue période). Dans les services, l'indice de confiance perd 14pts à 92 (65 en mars 2009). Au total, au T1 2020, on a deux mois "normaux" et un mois exceptionnellement faible. Avec une chute si brutale, sur la base des corrélations historiques confiance-croissance, on ne saurait s'étonner que le PIB réel se contracte de 1% t/t au T1 et de plusieurs fois cette amplitude au T2.

- Enfin, pour coller au plus près aux informations remontant du champ de bataille, on peut examiner les grandes masses pas secteurs. Dans cette approche *bottom-up*, on distingue les secteurs selon le degré de perturbations résultant du confinement. On sait que la plupart des sites de production de biens durables (automobiles par exemple) sont fermés. Il en va de même des chantiers de construction. Le secteur du tourisme et de l'hôtellerie-restauration est en état d'apesanteur. Les exemples sont innombrables. Non sans cacher la limite analytique de cette approche, l'NSEE propose une estimation de la contribution des grands secteurs à la chute du PIB et de la consommation des ménages (tableau ci-dessous). Cela donne l'écart entre l'économie française dans son *état de confinement actuel* (un paramètre évolutif) et une situation "normale". Les hypothèses s'appuient sur les données venant des fédérations professionnelles. Au niveau agrégé, l'effet instantané est une chute du PIB et de la consommation de 35%. Il ne s'agit pas d'une prévision de la croissance au T1 ou T2, dans la mesure où ce plein impact dépend lui-même de la *durée du confinement* (autre paramètre évolutif). Mais on a là une vue assez effrayante du coût économique de la crise sanitaire. 35% de PIB, c'est 850 milliards d'euros.

Le weekend dernier, le gouvernement français a fait adopter une loi d'urgence sanitaire et un budget rectificatif pour 2020. L'hypothèse retenue était alors une baisse du PIB de 1% sur 2020 et un déficit public prévu à 3.9% du PIB. Il est admis par tous que ces chiffres ne correspondent plus à la réalité. Une contraction moyenne de 5% hypothèse qu'on ne saurait qualifier d'irréaliste, encore moins d'extrême, mettrait le déficit bien au-delà de 6%. Le record de 2009 (7.2%) pourrait être dépassé. L'endettement public s'est établi fin 2019 à 98% du PIB. L'effet de ciseau (numérateur en hausse, dénominateur en baisse) laisse présager un bond significatif. Là encore, la référence à la crise de 2008-2009 ne paraît pas absurde. Pour rappel, le ratio dette/PIB avait augmenté de 20 points, passant de 65% du PIB fin 2007 à 85% début 2010.

Outre une enveloppe de 300Md€ en garantie des prêts aux entreprises, le nouveau budget prévoit un paquet de 45Md€, pour couvrir le report du paiement des charges sociales et fiscales des entreprises (78% du total) et pour financer l'augmentation du coût du chômage temporaire. Sur ce dernier point, la montée en charge est d'ores et déjà bien plus forte qu'anticipé. En moins d'une semaine, 1.2 millions de salariés et 100.000 entreprises ont déjà demandé à bénéficier de ce dispositif. Il n'est donc pas envisageable que le plan de soutien à l'économie s'en tienne là. Des ajustements supplémentaires suivront. La question de la solvabilité de la dette publique est la dernière qui doit se poser dans la crise actuelle, non seulement à court terme vu les annonces de la BCE[2], mais peut-être aussi à long terme dès lors que les coûts de refinancement peuvent être maintenus très bas[3].

France : impact du confinement sur l'activité économique et la consommation des ménages

France - Estimating the cost of the economic lockdown

Sectors	Share of GDP	Deviation from "normal" *	Contribution to GDP change	Share of household consumption	Deviation from "normal" *	Contribution to consumption change
	%	%	%-points	%	%	%-points
Agriculture & food industries	4	-4	0	18	6	1
Industry (excl.food)	12	-52	-6	30	-60	-18
Construction	6	-89	-5	2	-90	-2
Market services	56	-36	-20	46	-33	-15
- non housing	-	-	-	27	-56	-15
- housing	-	-	-	19	0	0
Non-market services	22	-14	-3	5	-34	-2
TOTAL	100	-35	-35	100	-35	-35

* INSEE assumptions - difference in % between the last week of March and a "normal" week

Sources : INSEE, Oddo BHF Securities

[2] Voir *Flash éco* du 19 mars 2020 : "*Du gros paquet de Draghi au PEPP-show de Lagarde*"
[3] Voir Mario Draghi (2020), "We face a war against coronavirus and must mobilise accordingly", Financial Times du 25 mars 2020

Document non contractuel, strictement limité à l'usage privé du destinataire, les informations fournies dans ce document proviennent de sources dignes de foi mais ne peuvent être garanties. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.
Ce document a été imprimé pour David HICKS Le 26/03/2020 14:09:10 .

Annexe graphique : climat des affaires, confiance, ménages

Indices de confiance

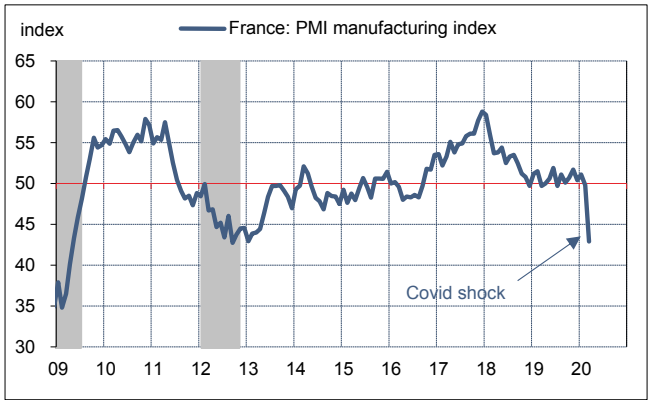
France: survey data and the business cycle

Index	Current Mar	Current Feb	Current Jan	Expansion	Recession* 2008-09	Recession* 1992-93
PMI manufacturing	42.9	49.8	51.1	52.0	42.6	-
PMI services (output)	29.0	52.5	51.0	55.2	46.8	-
PMI composite (output)	30.2	52.0	51.1	54.5	44.9	-
INSEE manufacturing	98	101	102	102	84	81
INSEE services	92	106	106	101	84	84
INSEE construction	112	112	111	103	102	85
INSEE retail sector	92	105	104	101	86	85
INSEE wholesale sector	99	101	104	101	85	87
INSEE consumer conf.	-	104	104	101	84	101
BdF manufacturing	-	96	96	103	79	86
BdF services	-	96	98	101	91	83

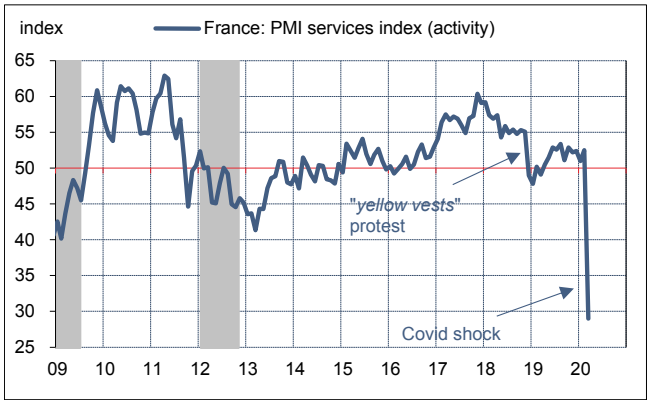
*from Q2 2008 to Q2 2009; and from Q2 1992 to Q2 1993

Climat des affaires

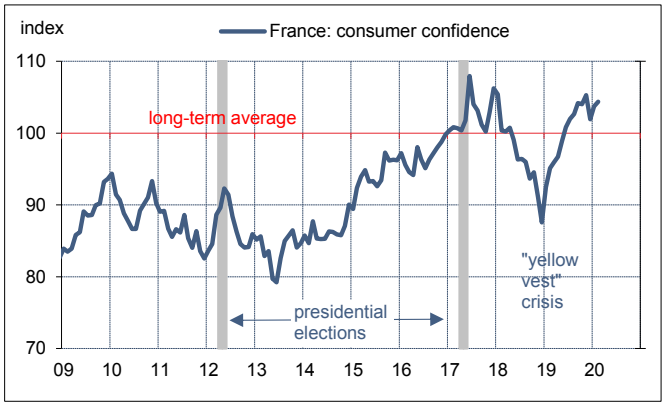
Enquête PMI du secteur manufacturier



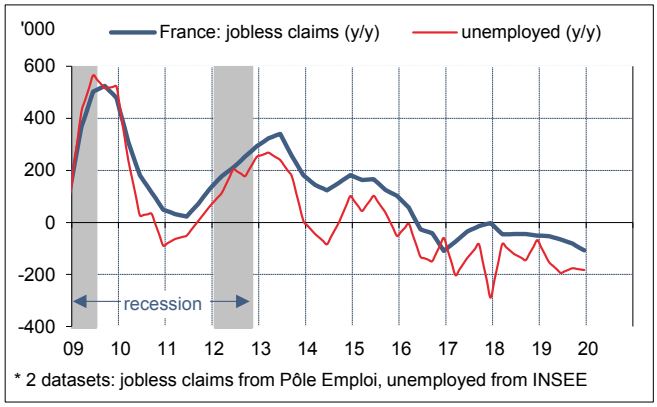
Enquête PMI du secteur des services



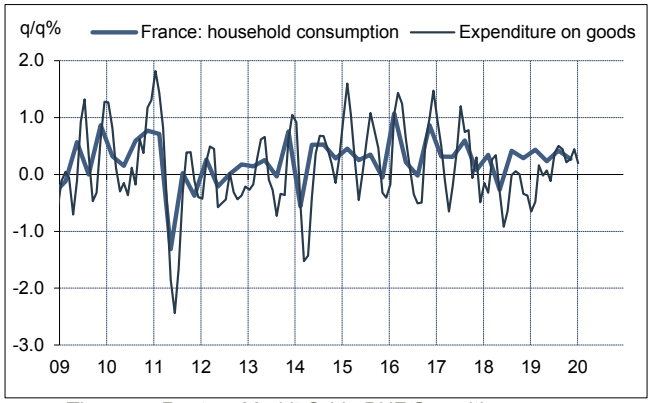
Confiance des ménages



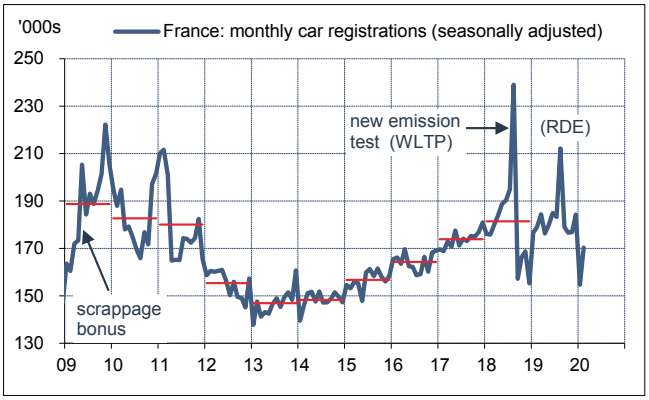
Nombre de demandeurs d'emploi



Dépenses des ménages



Ventes de véhicules

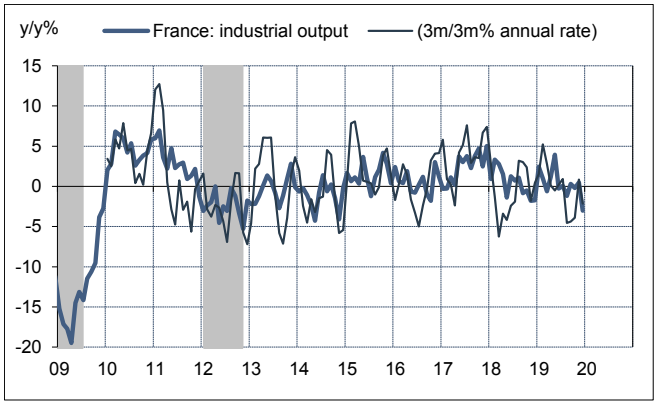


Sources : Thomson Reuters,Markit,Oddo BHF Securities

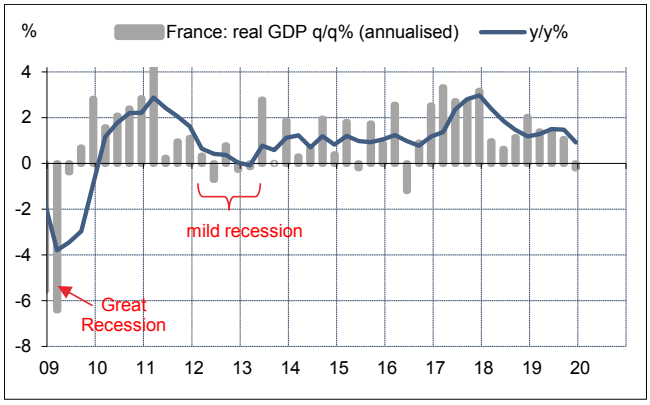
Document non contractuel, strictement limité à l'usage privé du destinataire, les informations fournies dans ce document proviennent de sources dignes de foi mais ne peuvent être garanties. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.
Ce document a été imprimé pour David HICKS Le 26/03/2020 14:09:10 .

Annexe graphique : activité, inflation, crédit, finances

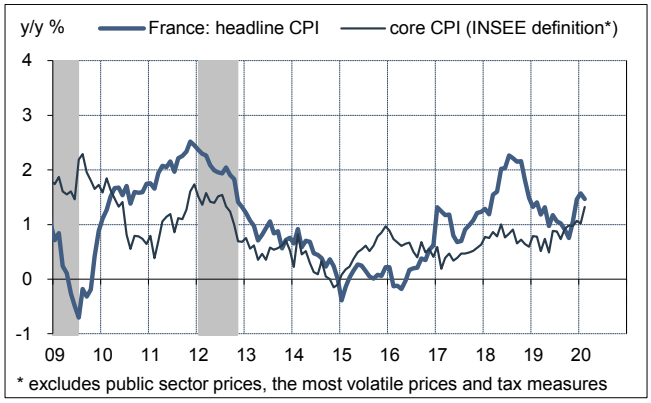
Production industrielle



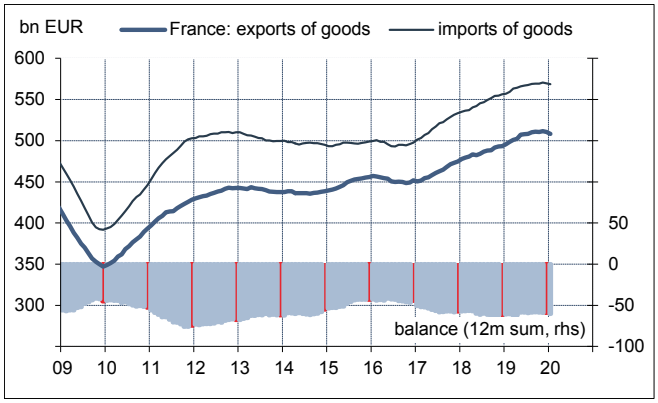
PIB réel



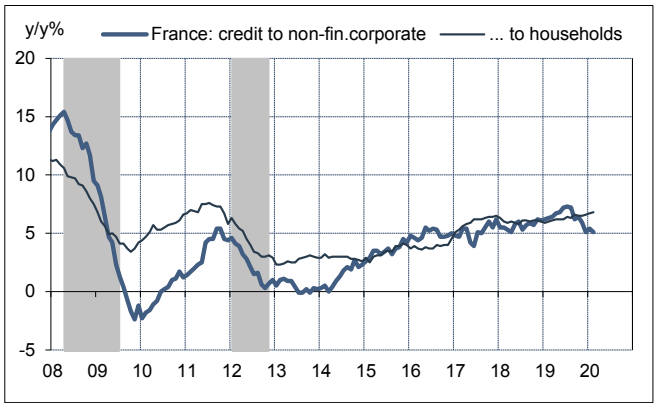
Inflation totale et sous-jacente



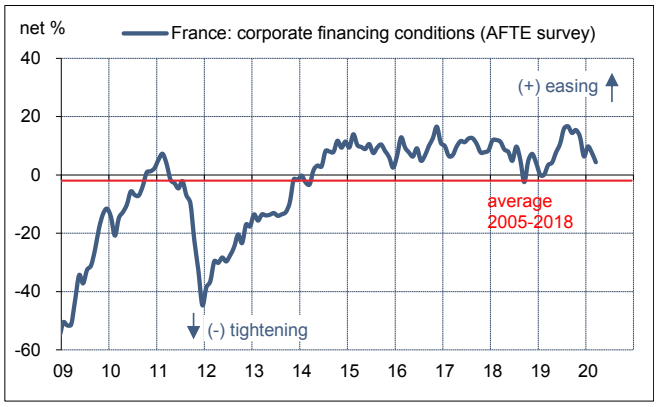
Commerce de marchandises



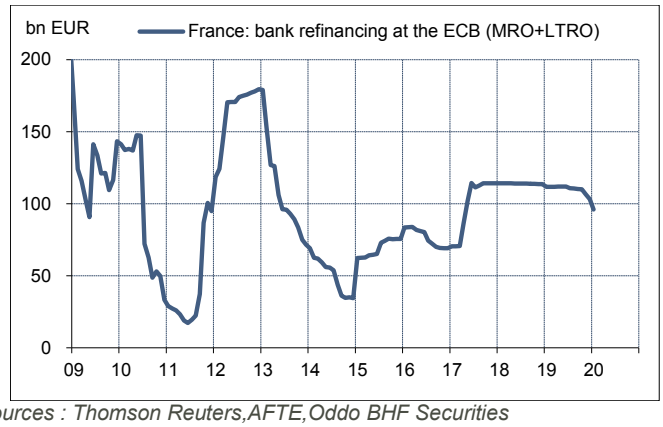
Crédit au secteur privé



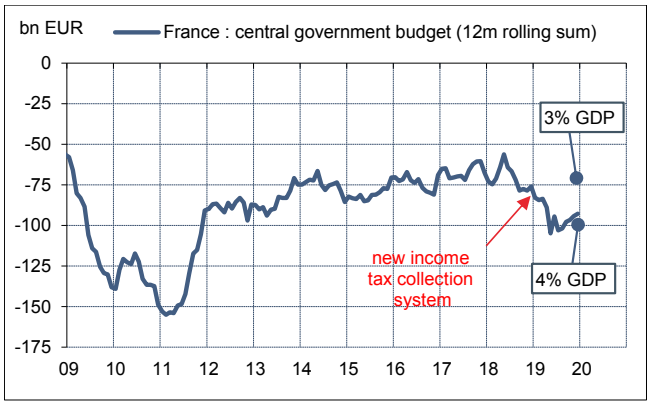
Conditions de crédit aux entreprises



Refinancement bancaire à la BCE



Budget de l'Etat



Sources : Thomson Reuters,AFTE,Oddo BHF Securities

Document non contractuel, strictement limité à l'usage privé du destinataire, les informations fournies dans ce document proviennent de sources dignes de foi mais ne peuvent être garanties. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.
Ce document a été imprimé pour David HICKS Le 26/03/2020 14:09:10 .

Disclaimer:

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs autres que des ressortissants des Etats-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 Etats-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.

A 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 Etats-Unis :

Merci de vous référez 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 Etats-Unis exclusivement par ODDO BHF New York Corporation (« ONY »), MEMBER: FINRA/SIPC. Elle s'adresse exclusivement aux clients d'ONY ressortissants institutionnels des Etats-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.

A 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 Règlementations des Etats-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 Etats-Unis, doivent être effectuées par l'intermédiaire d'ONY.

Coordonnées de la société chargée de la distribution de la recherche aux investisseurs ressortissants des Etats-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.

Document non contractuel, strictement limité à l'usage privé du destinataire, les informations fournies dans ce document proviennent de sources dignes de foi mais ne peuvent être garanties. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.
Ce document a été imprimé pour David HICKS Le 26/03/2020 14:09:10 .