

Perspectives Économiques et Financières

Perspectives

Mars 2022

Introduction

Après une année 2020, révélatrice de l'ampleur de la dépendance des pays occidentaux, en particulier de l'Europe, au reste du Monde et plus spécifiquement à l'Asie, nous avons placé l'année 2021 sous le sceau des divergences dans un monde de moins en moins coopératif, plus conflictuel sur fond d'opposition entre les États-Unis et la Chine, tous deux s'affrontant sur le terrain politique à travers les relations économiques et les entreprises.

L'année 2021 est révélatrice du monde en rupture dans lequel nous vivons depuis la crise financière de 2008. Les entreprises doivent relever de nombreux défis. Mais les États aussi ! Indépendance, souveraineté, relocalisation, ré-industrialisation sont les moteurs des stratégies des États, stratégies qui s'imposent aux entreprises à travers une réglementation toujours plus tentaculaire.

L'Union européenne a ainsi décidé de faire de la crise sanitaire une opportunité de changement de modèle économique. Elle veut s'engager dans une transition énergétique, outil de rééquilibrage des conditions concurrentielles sur le vaste marché européen. Monde plus conflictuel, chaînes d'approvisionnement désorganisées, transition écologique coûteuse, argent facile, orientation plus ou moins contrainte des investissements, ont ranimé une inflation que l'on croyait définitivement éradiquée grâce à l'ouverture des frontières associée à une libre circulation des capitaux, des biens et des hommes favorisant la libre concurrence. Une inflation qui ne pouvait qu'être transitoire comme l'affirmaient la FED et la BCE il y a encore quelques mois.

Dans ce monde de ruptures marqué par le retour de l'inflation et face à des banques centrales prises au piège, nous avons continué d'affirmer notre préférence pour le statut d'actionnaire à celui de créancier, les primes de risque n'étant pas suffisamment rémunératrices du risque de taux et de signature.

Le choix de nos investissements se portait toujours et encore sur des entreprises au bilan sain, avec un levier limité et préparées à s'adapter à un accès au financement moins facile et plus coûteux demain.

Nous pointions en cette fin d'année une attention particulière sur les effets des crispations géopolitiques et des nouvelles normes réglementaires sur les stratégies des entreprises. Les travaux de réflexion que nous nous étions donnés avant d'aborder l'année 2022 devaient s'orienter autour de 5 points clés :

- Comprendre et expliquer le formidable rebond du commerce mondial, avec en arrière-plan son rôle dans les moteurs de la croissance.
- Se pencher aussi sur les paradoxes entre le rebond du commerce mondial, celui des PIB et les goulets d'étranglement sur les chaînes de valeur mondialisées et donc éclatées qui entraînent de fortes contraintes dans la capacité à produire
- Démontrer pourquoi l'inflation ne peut être temporaire.
- Analyser la question du partage de la valeur ajoutée et le retour de conflits sociaux dans plusieurs pays occidentaux.
- Comprendre et expliquer les enjeux de l'ESG, ses conséquences en termes de création d'emplois, d'acquisition de compétences etc.

Le début de l'invasion russe en Ukraine le 24 février dernier n'a pas remis en cause ces sujets majeurs mais leur a donné au contraire davantage de pertinence.

L'agression russe vient amplifier la valeur de certaines conclusions qui constituent notre ligne de conduite depuis plusieurs années et qui dessinent le nouveau visage de la mondialisation : retour de l'inflation, régionalisation, retour du politique dans un monde bipolaire autour de la Chine et des Etats-Unis. Elle confirme aussi la place de challenger de la Russie post-soviétique et souligne la difficulté d'exister de l'Union européenne, ballotée entre un Nord fourmi et un Sud cigale (auquel appartient désormais la France), un Ouest se pensant plus démocratique que l'Est formé par les anciens satellites de l'URSS du pacte de Varsovie.

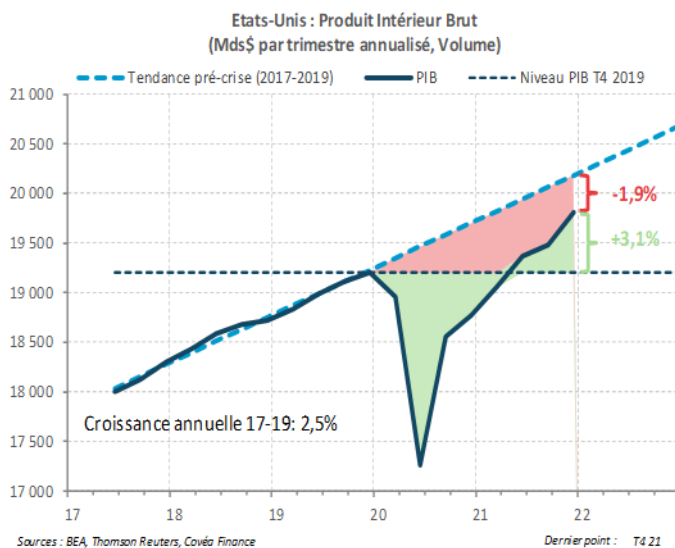
Cette nouvelle donne géopolitique met au défi la normalisation des politiques monétaires, tout comme le changement de modèle économique voulu par l'UE fondé sur la transition énergétique. Un challenge d'autant plus fort que l'Occident, et l'Union européenne en particulier, abordent cette période critique affaiblis.

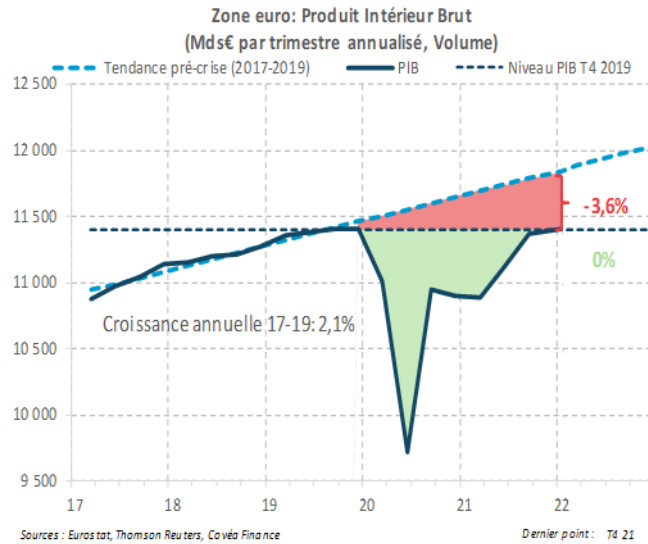
Croissance, pénuries, commerce mondial et inflation

Si les grands pays que nous suivons ont, pour la plupart, retrouvé un produit intérieur brut équivalent à celui qui prévalait avant la pandémie de Covid-19, on ne peut manquer de souligner le coût d'opportunité que ces économies supportent puisqu'elles sont encore loin du PIB qu'elles auraient affiché si la trajectoire de croissance qui prévalait avant l'épidémie n'avait pas été cassée.

Plus grave, le rebond constaté de l'activité s'est essentiellement fondé sur la consommation, consommation privée aux Etats-Unis, consommation publique en zone euro, accompagné d'une forte dégradation de la balance commerciale pour les Etats-Unis comme pour la France par exemple. Le rebond du commerce mondial en 2021 s'explique essentiellement par la flambée des prix. On ajoutera que l'investissement productif n'a que faiblement participé au rebond. Le soutien à la consommation s'est fait au prix de politiques monétaires et budgétaires « terriblement » expansionnistes.

Or, distribuer du revenu quand la production nationale est insuffisante pour couvrir la demande, quand cette production nationale est contrainte par des mesures sanitaires drastiques prises par les pays développés et que la pandémie provoque la désorganisation des chaînes de production éclatées à travers le monde, ne pouvait que contribuer à un déséquilibre de l'offre et de la demande et donc alimenter l'envolée des prix.

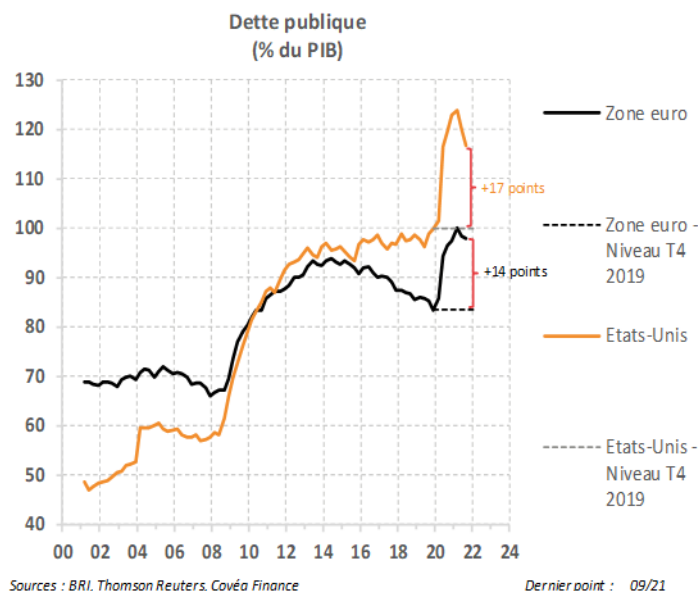


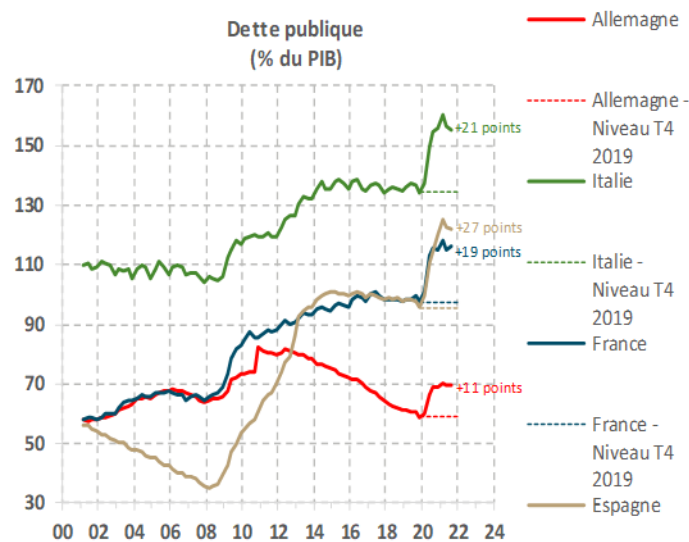


Après plus d’une décennie de politique monétaire anormale et un endettement croissant qui semble hors de contrôle pour de nombreux pays dont la France, les pays occidentaux abordent peu préparés les évènements difficilement prévisibles que sont les épidémies à répétition et la guerre aux portes de l’Union européenne. L’inflation fait son grand retour après plus de 30 ans de désinflation et de baisse des taux d’intérêt à long terme.

Guerre, offre sous tension, dépendances non résolues et même accrues pour les pays en mal de transition écologique, ponction de plus en plus forte du pouvoir d’achat par l’inflation, pression fiscale reposant sur les ménages et plus particulièrement sur la classe moyenne sont autant d’éléments qui posent la question de la soutenabilité de la dette, publique et privée, et de son impact sur la croissance future alors que l’inflation s’accélère. De quelle marge de manœuvre les banques centrales disposent-elles, coincées entre l’inflation et l’excès d’endettement au moment où surgit un conflit ouvert entre les pays occidentaux et la Russie ?

Par ailleurs, le rebond des budgets militaires devra être financé. Les Politiques ne seront-ils pas tentés de transformer leur banque centrale indépendante en outil de financement de ces dépenses militaires ? Une question particulièrement épineuse pour une Europe qui a toujours compté sur les Etats-Unis dans ce domaine. Ou alors vont-ils procéder à des arbitrages budgétaires au détriment des dépenses sociales, outil largement utilisé dans la redistribution des richesses, en Europe, et en France en particulier ?





Sources : BRF, Thomson Reuters, Covéa Finance

Dernier point : 09/21

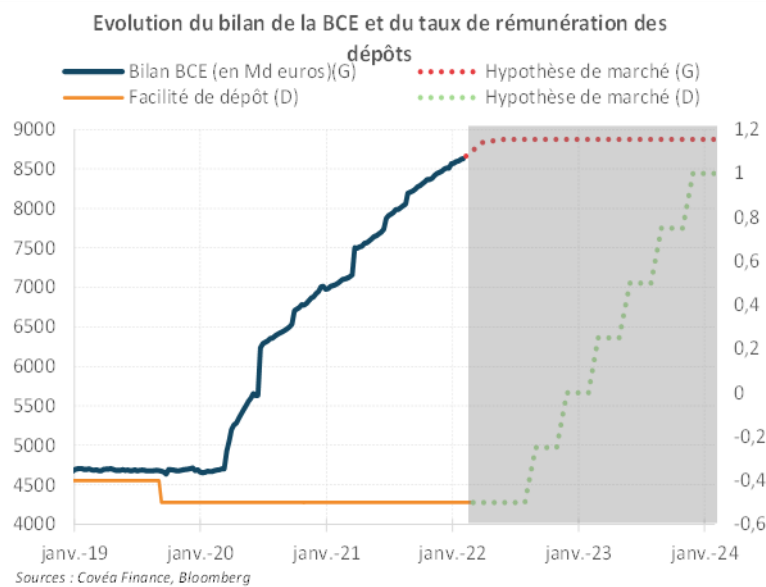
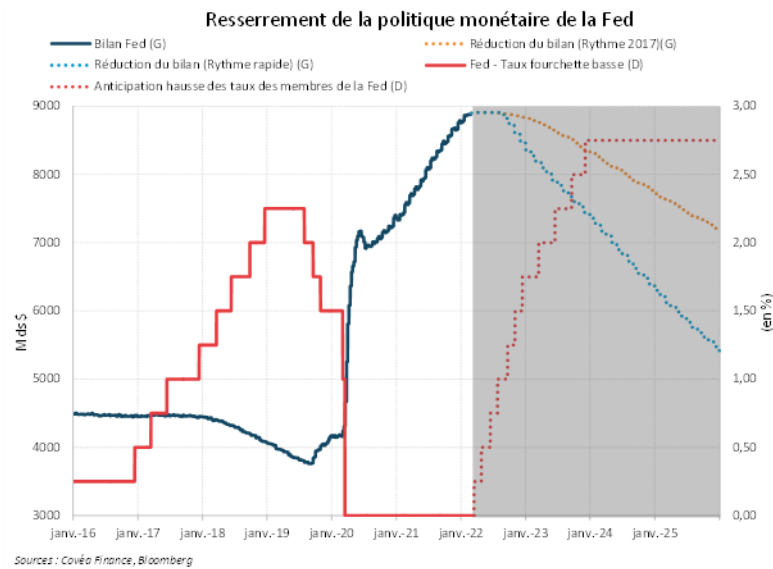
Matières premières et Énergie : pressions inflationnistes et dépendance, l'Occident affaibli, les pays émergents en difficulté

La mondialisation en 2022 s'annonce décidément moins heureuse avec l'invasion de l'Ukraine et la nouvelle flambée épidémique en Chine qui a procédé au confinement de la population de Shenzhen, l'un des poumons économiques du pays.

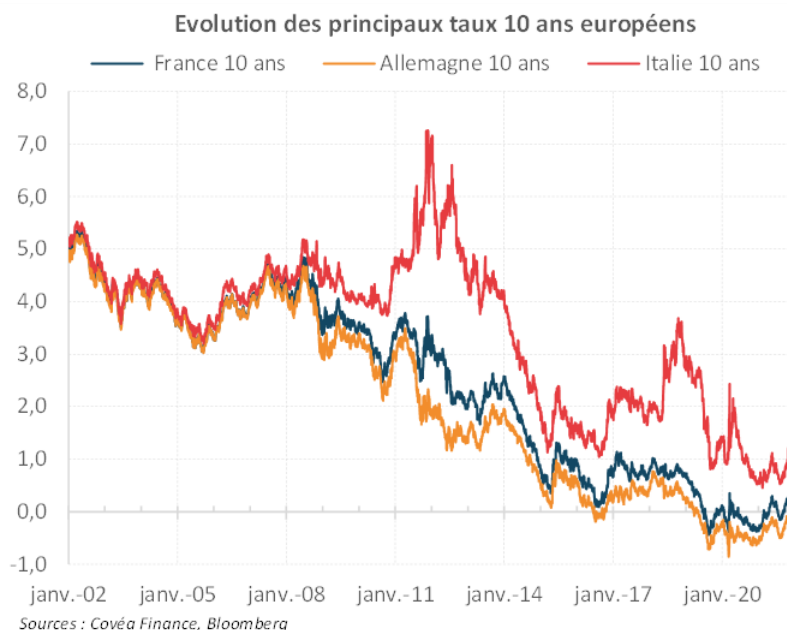
Les banques centrales et plus largement l'ensemble des acteurs économiques des plus grands pays doivent se rendre à l'évidence, l'inflation est de retour et va s'installer probablement de manière durable. Nombre d'experts imaginaient une inflation temporaire, expliquée par la désorganisation des chaînes de production à travers la planète. Ils pensaient aussi qu'une campagne vaccinale générale allait permettre d'éradiquer le virus et ses multiples variants, favoriser la remise en marche des économies et résorber les goulets d'étranglement provoqués par l'arrêt ou le ralentissement des processus de production imposés par les confinements successifs. C'était ignorer que les mesures de soutien à la demande (budgétaires et monétaires) face à une offre sous contraintes multiples allaient mettre le feu aux poudres d'une hausse continue des prix sur un terrain déjà favorable à l'inflation du fait de :

1. L'arrêt de la désinflation importée de Chine
2. L'insuffisance des investissements productifs, notamment du côté des minières

La temporisation de la FED et de la BCE jusqu'à récemment ne doit pas occulter le fait qu'à travers le monde, les banques centrales ont déjà pour bon nombre d'entre elles procédé au resserrement de leurs conditions monétaires, parfois de manière drastique. Dernièrement, la Banque centrale américaine et la BCE ont fini par rejoindre le mouvement, une reconnaissance implicite qu'elles devaient s'attaquer sérieusement au sujet de l'inflation. Le resserrement des conditions financières passera chez l'une et l'autre par des hausses de taux et l'arrêt progressif des différentes mesures qui avaient conduit à l'augmentation de leur bilan : de 23% fin 2017 à 38% du PIB en mars 2022 pour la FED, de 40% fin 2017 à 70% en mars 2022 pour la BCE



Les marchés des taux ont acté le retournement à venir des conditions monétaires. Les taux d'intérêt sont redevenus positifs en zone euro atteignant mi-mars 0,87% pour le taux d'intérêt à 10 ans en France, 0,38% en Allemagne et 1,90% en Italie.



Les primes de risque sur les obligations émises par des émetteurs privés se sont déjà écartées. Cependant, quelques remarques doivent appeler à une certaine vigilance.

Les marchés boursiers sont restés peu sensibles à ce virage orchestré par les banques centrales, alors que les conditions de financement des entreprises vont se durcir, que leur environnement géopolitique et géoéconomique est considérablement bouleversé.

Les taux nominaux se sont redressés en Europe réduisant l'écart de taux à long terme entre la zone euro et les Etats-Unis. Redevenus positifs, ils ne rémunèrent toujours pas le risque à long terme, ni l'érosion de la valeur de la monnaie.

Il en est de même pour les primes de risque sur les emprunteurs privés, alors que leur endettement est historiquement élevé. Or, il faut se rappeler que l'excès d'endettement a été l'un des facteurs déclencheurs de la crise financière de 2008.

L'absence de correction sensible des marchés actions, alors que toutes les composantes de leur environnement se dégradent, laisse craindre des corrections plus sévères si les entreprises doivent traduire dans leurs résultats dès cette année les difficultés qu'elles rencontrent sur leurs facteurs de production et leur approvisionnement.

Il faut aussi noter que la remontée des indices boursiers a été portée par la croissance de bénéfices d'un nombre limité de secteurs quelle que soit la zone.

Conclusion

Si l'économie mondiale a bel et bien enregistré un rebond, en particulier dans les pays développés, celui-ci n'a pas permis, loin de là, d'atteindre la richesse qui aurait été créée sans la pandémie. De plus, ce rebond est insuffisamment lié à des investissements productifs. Les goulets d'étranglement qui en découlent ont mené à l'amplification des tensions inflationnistes. La guerre en Ukraine va probablement favoriser l'accélération et la diffusion de l'inflation et maintenir une croissance sous contrainte de capacités à produire.

Mais attention, il serait facile de ramener le retour de l'inflation à ces seuls éléments. Le terreau de l'élévation générale des prix était déjà fertile depuis longtemps. Comme nous l'avons rappelé, le Monde n'est plus seulement peu coopératif. Il est tout simplement en conflit. Conflit sur fond d'une Histoire extrêmement récente, une Histoire toujours pas digérée. Or ce Monde qui se dessine, inflationniste et conflictuel, ne se traduit pas dans les valorisations des indices boursiers ni dans le niveau des taux d'intérêt et la valorisation des titres obligataires. Nous sortons de ces premières Perspectives Economiques et Financières de l'année avec des questions majeures qui vont guider nos prochains travaux, largement déjà entamés par l'activation de notre cellule de crise.

La dichotomie entre économie financière et économie réelle ne peut pas durer indéfiniment. La hausse des chiffres d'affaires des entreprises relève en partie d'effets de rattrapage et de hausse des prix et les résultats bénéficiaires qui ne relèvent que de la réduction des coûts ne peuvent être qu'une solution transitoire.

Nombreuses sont nos interrogations en tant qu'investisseur :

Faut-il investir dans des taux réels négatifs?

Faut-il restructurer nos portefeuilles actions et crédit dans un contexte de transition énergétique ? Or, nous avons montré combien une zone comme l'Union européenne était dépendante de l'extérieur, en particulier de la Russie, pour de nombreuses matières premières indispensables à la transition énergétique.

Le contexte actuel n'est-il pas en train de remettre en cause ces choix? Pour exemple, l'Allemagne envisage d'accroître le recours au charbon pour réduire dès cette année sa dépendance au gaz russe.

L'Union européenne fait face de nouveau à une énième crise, va-t-elle en sortir renforcée ou bien au contraire disparaître, au moins dans sa forme actuelle ?

Cela renvoie directement à la question de la résistance de la zone euro et du rôle de sa banque centrale que nous pouvons élargir à la question de l'évolution potentielle du statut des banques centrales. Vont-elles voir leur indépendance menacée ? Vont-elles devenir un outil au service du réarmement ? Comment financer un effort de dépenses militaires quand on a atteint les niveaux d'endettement que nous connaissons ?

Quel sera l'avenir du dollar? Une autre question majeure à l'heure des sanctions contre la Russie rendues possibles par l'hégémonie renforcée du dollar.

Ces questions vont alimenter notre programme de travail pour les semaines à venir en préparation de nos Perspectives Economiques et Financières de juin prochain alors que tous les sujets ne sont toujours pas réglés : la politique de la « chaise vide » des Etats-Unis dans certaines instances internationales et l'emprise de la Chine sur l'Afrique et nombre de pays émergents via les « fameuses » routes de la soie.

Notre stratégie d'investissement dans ce contexte

Notre stratégie d'investissement reste ancrée dans la préférence pour le statut d'actionnaire à celui de créancier. Cela est d'autant plus vrai que l'inflation apparaît difficilement maîtrisable. Mais évidemment, dans les marchés boursiers soutenus à la fois par l'insuffisance de rendement sur les obligations et les politiques monétaires de la FED et de la BCE toujours favorables malgré les inflexions récentes, les points d'intervention restent majeurs. Nous procéderons à un programme d'achat conséquent quand les indices boursiers viendront toucher les niveaux que nous avons fixés comme seuil d'intervention. Les investissements plus discrétionnaires doivent rester limités et « très opportunistes ».

Néanmoins, nous apportons un élément nouveau. Alors que sur le deuxième semestre de l'année dernière, nous étions plutôt favorables à un retour sur l'Europe et sur la zone euro afin de participer au double mouvement de ré-industrialisation et de transition énergétique, nous tendons à redonner de la place aux investissements hors de cette zone en raison de la perte de visibilité que nous avons sur l'avenir de l'Europe.

Retrouvez l'ensemble de nos analyses sur notre site internet www.covea-finance.fr

Ce document est établi par Covéa Finance, société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le numéro 97-007, constituée sous forme de société par actions simplifiée au capital de 24 901 254 euros, immatriculée au RCS Paris sous le numéro B 407 625 607, ayant son siège social au 8-12 rue Boissy d'Anglas 75008 Paris.

Ce document est produit à titre indicatif et ne peut être considéré comme une offre de vente ou un conseil en investissement. Il ne constitue pas la base d'un engagement de quelque nature que ce soit. Covéa Finance ne saurait être tenue responsable de toute décision prise sur la base d'une information contenue dans ce document. Toute reproduction ou diffusion de tout ou partie du présent document devra faire l'objet d'une autorisation préalable de Covéa Finance.

Achévé de rédiger le 28 mars 2022