

# Perspectives

## Perspectives Économiques et Financières

---

Juin 2022

### La géopolitique des matières premières au cœur des pressions inflationnistes

#### Introduction

Nos dernières Perspectives Economiques et Financières de mars étaient intitulées «Le nouveau visage de la mondialisation» après une année 2021 que nous avons placée sous le sceau des « divergences ». Elles ont été pour nous l'occasion d'actualiser un certain nombre de tendances identifiées des mois voire des années auparavant. L'invasion de l'Ukraine par la Russie n'est venue que les amplifier quand la pandémie de Covid-19 en a favorisé l'accélération durant les deux années qui ont vu le monde, et surtout le monde occidental, vivre « sous cloche » et donc vivre au ralenti. Cependant, la place occupée par l'Ukraine et la Russie dans la géographie des matières premières comme producteurs, exportateurs mais aussi à travers leurs relations diplomatiques, nous a conduits à poursuivre nos travaux sous l'angle de la géopolitique des matières premières.

A la suite de notre analyse de mars, notre stratégie restait centrée sur notre préférence pour les actions, en particulier face aux obligations privées avec néanmoins une inflexion puisqu'il nous est alors apparu important de nous interroger valeur par valeur afin de déterminer s'il était préférable d'avoir le statut d'actionnaire ou celui de créancier.

Nous avons également moins pris en compte l'approche sectorielle et géographique et pris l'option d'identifier et d'investir dans les meilleurs où qu'ils soient, ce qui a conduit à une amplification de notre exposition hors de la zone euro et hors d'Europe.

Depuis plusieurs années, nous avons organisé notre réflexion et nos investissements autour de la notion de rupture, une stratégie que nous avons rendue visible à travers un OPC, Covéa Ruptures. Dans un monde organisé autour du commerce et de l'échange fondé sur un certain nombre de règles et d'institutions qui ont donné lieu, de façon schématique, au multilatéralisme, un multilatéralisme sous pression depuis la crise financière de 2008, trois ruptures traversaient nos économies : rupture dans le mode de production, rupture dans le mode de distribution et rupture dans le mode de consommation. Ces ruptures étaient en lien avec l'augmentation formidable de la capacité des ordinateurs, de la transmission et du stockage de données à laquelle il faut ajouter la digitalisation des entreprises et des ménages qui ont modifié leurs habitudes et leurs pratiques.

Avec la pandémie et ce qu'elle a révélé, de nouvelles ruptures nous sont apparues avec les menaces qu'elles font peser sur l'organisation de l'économie mondiale. Ces ruptures devaient se traduire par la réapparition de la notion de secteurs stratégiques et de la nécessaire souveraineté en la matière. Nous avons donc ajusté notre politique d'investissement et une nouvelle fois nous l'avons rendue plus visible et lisible à tous à travers la création d'un nouveau fonds, Covéa Renouveau France.

La pandémie a également été vécue par les États comme une belle occasion de changer, à marche forcée, un modèle de croissance jusqu'ici fondé sur les énergies fossiles. Nous avons été particulièrement attentifs aux évolutions imposées par les instances dirigeantes en matière de changement énergétique et écologique et adopté une stratégie d'investissement en faisant de cette transition un axe majeur de nos investissements, cette dernière ne pouvant être faite que de perdants et de gagnants.

Rappelons que, ces dernières années, nos choix se sont inscrits dans deux tendances lourdes :

- La remise en cause du multilatéralisme, favorisée par la crise financière mondiale d'une exceptionnelle violence que le monde a traversée en 2008-2009
-

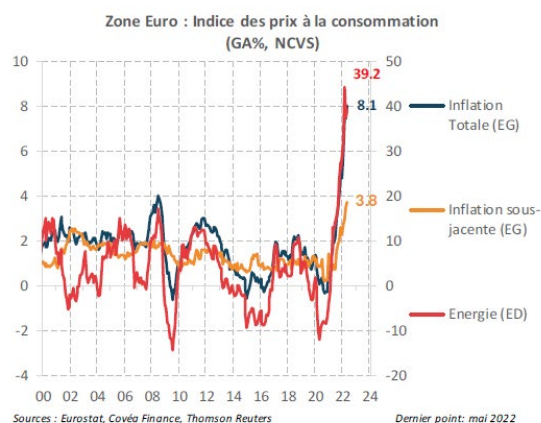
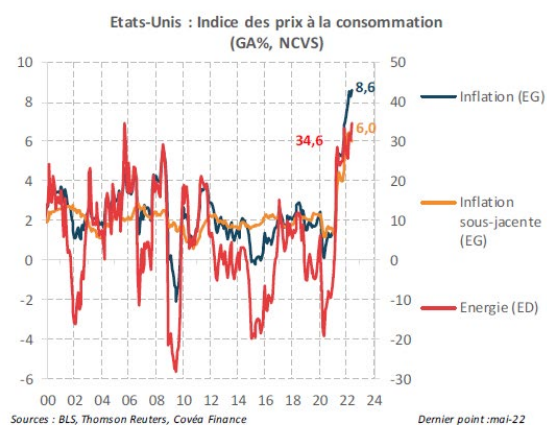
- Le multilatéralisme ébranlé a conduit au retour en force du politique avec l'élection de Donald Trump à la présidence des États-Unis en 2017.

## I. Inflation et banques centrales

Oubliée depuis de nombreuses années, l'inflation a surgi dans nos vies quotidiennes, presque de façon impromptue. Attribuée à la désorganisation des chaînes de production en raison de la pandémie de Covid-19 et des confinements successifs, elle était annoncée temporaire il y a encore peu de temps mais aujourd'hui, elle inquiète davantage.

Ainsi, en novembre dernier, la Banque centrale américaine (Fed) a dû reconnaître que l'inflation s'installait dans la durée. Il faudra attendre mars pour que la Banque centrale européenne (BCE) reconnaisse également la présence de pressions inflationnistes difficiles à contenir, un discours avec quelques nuances par rapport à la Fed. De ce côté-ci de l'Atlantique, et notamment en France, l'inflation plus durable qu'escomptée est en partie imputée au conflit russo-ukrainien et à ses impacts sur le prix du pétrole et des matières premières.

L'analyse comparative des indices de prix à la consommation américaine de la zone euro accrédite cette idée. En zone euro, les composants énergie et alimentation pèsent 32% de l'indice des prix à la consommation et contribuent à hauteur de 70% à la croissance annuelle des prix. Hors alimentation et énergie, l'inflation est plus importante aux États-Unis.



Ces éléments de comparaison soutiennent le discours des Européens, en particulier celui de la BCE qui postule que l'inflation européenne est essentiellement importée à travers l'envolée du prix des matières premières et du pétrole, le recul de l'euro face au dollar, la fragmentation des chaînes de production qui ont favorisé la désorganisation des approvisionnements.

Néanmoins, cette analyse nous semble lacunaire car les conditions étaient réunies pour que les prix repartent à la hausse au-delà des facteurs plus conjoncturels ou de l'incertitude née de la guerre.

Certes, il y a eu désorganisation des chaînes de production éclatées mais deux sources complémentaires peuvent être identifiées.

1. La distribution d'aides sous différentes formes de la part des États déroulant ainsi une politique budgétaire hors normes, aidés en cela par une politique monétaire elle-même hors normes, et ce de longue date, alors que les bénéficiaires entreprises-ménages n'ont rien ou peu produit.
2. La fin de la désinflation importée, en particulier de Chine

On note la montée en puissance de normes et de réglementations autour de la transition énergétique et de la transition écologique à travers les obligations extra-financières auxquelles sont soumises les entreprises, obligations regroupées sous l'étiquette ESG.

Le changement de modèle, qui s'accélère depuis la pandémie de Covid-19, draine une demande importante et croissante pour tout ce qui est nécessaire à la production d'énergies plus vertes, notamment sur les matières premières destinées à cette transition.

Plus largement, la fin de l'âge d'or de la mondialisation et ses effets bénéfiques sur les prix, notamment à travers les volumes de la consommation de masse et la recherche des meilleurs coûts salariaux, est plutôt derrière nous dans un monde plus conflictuel mais aussi plus instable socialement. On observe ainsi une montée en puissance des conflits sociaux sur fond de marché du travail fragmenté, présentant des tensions fortes sur certaines compétences indispensables. L'installation d'une boucle prix-salaires, et plus largement prix-revenus, est dorénavant redoutée.

Dans ce contexte, Fed et BCE sont clairement en retard et en partie responsables de l'installation d'une inflation qui apparaît chaque jour un peu plus difficile à maîtriser. Leur responsabilité est doublement engagée :

- Par leur politique monétaire hors normes et non orthodoxe, elles ont laissé l'endettement des agents économiques s'envoler, favorisé la création de bulles sur plusieurs marchés et peut-être, plus grave encore, favorisé la politique budgétaire expansionniste à l'excès de nombre de pays.
- Leur responsabilité est également engagée par une erreur d'analyse : celle d'avoir soutenu que les tensions inflationnistes déjà présentes en 2021 avaient un caractère temporaire, les autorisant en quelque sorte à retarder la normalisation de leur politique au risque de devoir normaliser la situation de manière plus violente que ne l'escomptaient les marchés financiers, une erreur d'appréciation d'autant plus surprenante que nombre de banques centrales, considérées comme secondaires, avaient déjà procédé au resserrement des conditions monétaires, certaines particulièrement sévèrement et ce dès mars 2021.

La hausse des taux associée à une forte pentification est la manifestation de la crainte des investisseurs face à l'inflation et à l'absence de réaction des banquiers centraux. La conséquence immédiate est la disparition des plus-values latentes dans les portefeuilles obligataires alors que la pratique de taux très faibles voire négatifs par une grande partie de l'Europe a entraîné au fil des années un effondrement des revenus récurrents.

Aujourd'hui en retard, les banques centrales sont contraintes de restreindre les conditions monétaires face à une inflation qui risque d'être galopante et aux sources multiples, ce qui est très préoccupant.

La Fed et la BCE vont-elles réussir, peuvent-elles réussir et à quel prix ?

Échouer, c'est l'assurance de la hausse des taux d'intérêt à long terme sauf à réussir à les stabiliser par le seul effet du réinvestissement du produit du remboursement des obligations arrivant à échéance et souscrites antérieurement par la banque centrale mais laisser les taux à long terme dériver, c'est alourdir assurément le service de la dette d'agents économiques historiquement très endettés.

Réussir passe nécessairement par la provocation d'une récession qui n'est pas non plus souhaitable car la baisse des recettes fiscales et la montée des dépenses sociales pèsent également sur la soutenabilité des dettes. Les marges de manœuvre sont donc extrêmement étroites.

Dans un contexte aussi difficile, les investisseurs ont-ils intérêt à investir à taux réels négatifs ? S'ils pensent que les banques centrales vont juguler la spirale inflationniste, et ce rapidement, ils ont probablement intérêt à engranger des taux nominaux relativement élevés au regard du passé récent avant que ceux-ci ne baissent à nouveau.

Ils y ont aussi intérêt afin d'enrayer l'hémorragie sur les revenus récurrents. La baisse des revenus récurrents et des dividendes sur les actions que l'on observe est une incitation supplémentaire. Sécuriser des revenus récurrents quand le recul des marchés entraîne la perte de richesses latentes, c'est préparer le futur en reconstituant les marges de manœuvre nécessaires à la prise de risque.

Une autre raison pourrait amener une baisse des taux d'intérêt : le renoncement de la banque centrale à la stabilité des prix pour deux raisons. La première est que les sources d'inflation sont multiples. Dans un monde globalisé, la banque centrale n'a plus toutes les cartes en main pour assurer la stabilité des prix. La seconde tient aux effets d'une politique monétaire restrictive après près de 15 ans de pratique non orthodoxe de la politique monétaire. Les effets sont une récession économique, plus ou moins profonde, précédée ou associée à une crise financière d'ampleur internationale. Dans ce cas, les banques centrales peuvent revoir les priorités et préférer sauver le système financier.

La BCE est par ailleurs dans une position exceptionnellement difficile puisqu'elle fait des choix qui doivent à la fois favoriser la stabilité des prix, éviter la fragmentation des marchés via les dettes publiques mais aussi gérer une dispersion exceptionnellement forte de l'inflation entre les 19 pays de la zone euro.

Pourquoi y a-t-il un risque de crise financière ?

Les banques centrales, notamment la Fed et la BCE, ont poussé par leurs pratiques les investisseurs institutionnels vers des actifs plus risqués que leurs placements habituels : Actions, Private Equity, obligations de crédit, dettes privées, titrisations, pays « exotiques ».

L'effondrement des taux d'intérêt à moyen et long terme orchestré par les banques centrales et le rachat des dettes souveraines, des dettes hypothécaires mais aussi des obligations de crédit pour la BCE, ont provoqué un resserrement important des primes de risque offertes par les actifs les plus risqués restés à la disposition des investisseurs. Les investisseurs institutionnels en mal de rendement ont donc dû accepter de chercher des placements plus risqués et pas forcément au bon prix au regard des risques embarqués.

Face à ce besoin, les marchés moins régulés que l'on peut regrouper sous le vocable du *shadow banking*<sup>1</sup> ont bien prospéré.

Les entreprises des marchés cotés elles-mêmes se sont fortement endettées, bien souvent pour racheter leurs propres actions ou verser de généreux dividendes à leurs actionnaires (Verizon, ATT)

Il faut aussi rester vigilants sur le marché des cryptomonnaies qui décroche sévèrement depuis l'automne dernier, bien davantage que les marchés financiers, mettant fin à la théorie de l'intérêt des cryptomonnaies pour les investisseurs comme outil de diversification en raison d'une supposée décorrélation entre ce marché et les marchés d'actifs « traditionnels ».

Or, les resserrements des conditions monétaires aujourd'hui enclenchés par les banques centrales et surtout par la Fed, la BCE discourant beaucoup mais n'ayant pas encore franchement agi, vont mettre sous pression les acteurs qui ont « joué » sur la liquidité facile et pas chère. La faillite d'un acteur ou de plusieurs peut entraîner une spirale débouchant sur une crise financière d'une ampleur comparable à celle de 2008, obligeant ainsi les banques centrales à faire machine arrière, renonçant ainsi à la maîtrise de l'inflation.

Dans un tel cas de figure, on peut également imaginer que les feux de l'inflation s'éteindraient d'eux-mêmes en raison de la récession qu'entraînerait un tel scénario.

## II. Géopolitique des matières premières

L'Union européenne a clairement voulu mettre à profit la pandémie de Covid-19 pour provoquer un changement de modèle de croissance fondé sur une transition énergétique privilégiant les énergies considérées comme vertes et privilégiant une production plus écologique. Au-delà de la posture morale, le choix devait permettre de résoudre « en douceur » les défis d'un Espace Économique Européen ouvert à toutes les entreprises de la planète quelles que soient les conditions sociales, environnementales et de gouvernance dans lesquelles les entreprises produisent biens et services qu'elles viennent vendre en Europe. La transition écologique devait ainsi permettre le rééquilibrage des conditions concurrentielles mais, ce faisant, l'Union européenne par ses directives et ses dispositions réglementaires met sous pression les entreprises européennes alors que le contexte « coûts et concurrence » s'est considérablement durci depuis de nombreuses années.

<sup>1</sup>La « finance de l'ombre » regroupe les entités qui participent au financement de l'économie en dehors du système bancaire. Elle regroupe les OPC monétaires, les fonds d'investissement non monétaires, les véhicules de titrisation, les hedge-funds et le capital-investissement.

### Evolution de notre stratégie d'investissement

Nous avons longtemps préféré investir en actions plutôt qu'en obligations. Avec les taux négatifs pratiqués par la BCE, le prix offert par le rendement des obligations souveraines et des obligations de crédit ne couvre pas les risques associés aux obligations :

- Risque de hausse des taux d'intérêt
- Risques de manque de liquidité
- Risque de non-remboursement
- Risque face à l'érosion monétaire

Face à la complexité du monde, disposer de clés de lecture pour trouver un fil conducteur fécond, c'est-à-dire capable de nous aider à décrypter notre environnement, reste une méthode éprouvée. Depuis de nombreuses années, nous disposons de trois clés de lecture : les matières premières, le pétrole et le dollar. Ces trois clés ont déjà fait leur preuve. L'analyse du Monde à travers ces trois prismes permet de faire émerger un facteur clé dans la compréhension et l'anticipation du comportement des marchés financiers. Il s'agit de l'inflation. Prendre l'inflation comme fil conducteur de notre analyse permet de :

1. Comprendre l'évolution de l'environnement économique
2. Appréhender l'attitude des banques centrales et ce qu'il faut attendre des politiques monétaires, de leurs effets tant sur l'activité économique que sur le monde de la Finance
3. Évaluer les risques : risques de récession, de stagflation, d'effondrement économique, de crise financière
4. Décoder la lecture que font les acteurs de la Finance à travers le comportement des différents marchés financiers
5. Évaluer une potentielle évolution économique et financière plus favorable à rebours d'un scénario plus noir.

La géopolitique des matières premières nous est apparue incontournable en raison du rôle du prix des matières premières dans la flambée d'inflation que nous connaissons.

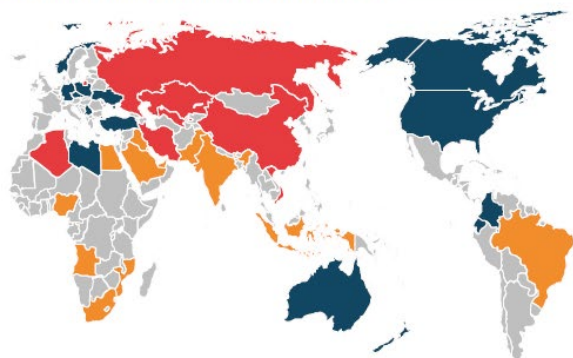
Elle est aussi un vecteur de compréhension et d'anticipation de ce nouveau monde en gestation, mis en lumière par la pandémie que nous connaissons depuis maintenant deux ans et dont l'histoire est en train de s'accélérer avec le conflit russo-ukrainien.

La géopolitique des matières premières est aussi une clé de compréhension des conditions concurrentielles. La dislocation de l'URSS a été suivie d'un vaste mouvement d'ouverture du Monde aux capitaux, aux biens et aux hommes au début des années 90.

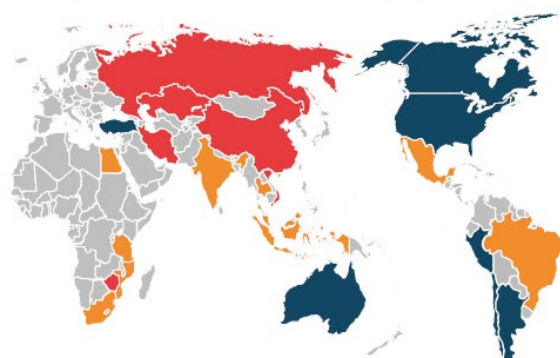
Après la concurrence pour la captation de l'épargne, des investissements et des hommes, s'est ouverte progressivement une compétition pour la captation des ressources naturelles dont les routes de la soie et la montée en puissance de la présence chinoise en Afrique témoignent tout comme le développement du gaz et du pétrole de schiste aux Etats-Unis.

Il apparaît que les pays en opposition avec l'Occident sur le conflit russo-ukrainien détiennent en majorité les matières premières.

**(1) Matières premières énergétiques**



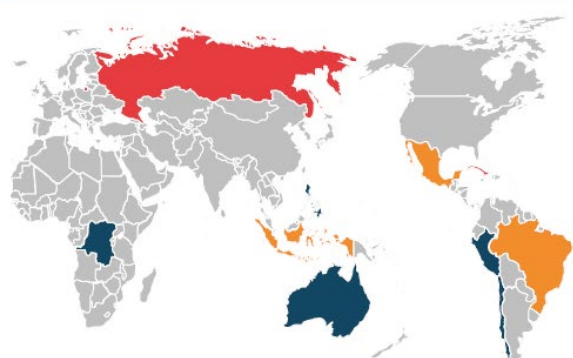
**(2) Matériaux considérés comme « critiques »**



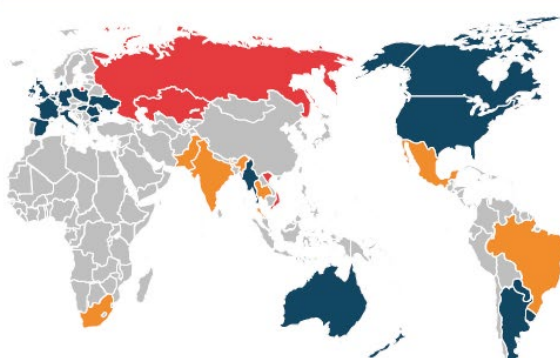
Position des pays lors du vote à l'ONU le 07/04/22

Pour	■
Abstention	■
Contre	■

**(3) Matériaux nécessaires à la transition énergétique**



**(4) Matières premières agricoles**



\*Les cartes représentent les pays qui sont dans le : (1) Top 20 en termes de réserves prouvées de gaz naturel, pétrole (2020) ou charbon (2019) ; Top 3 en termes de réserves prouvées d'un matériau « critique » au sens de la Commission européenne (2020) ; (3) Top 3 en termes de réserves prouvées d'un matériau nécessaire à la transition énergétique (2020) ; (4) Top 20 en termes d'exportations de céréales ou de viandes (2021)  
Sources : Covéa Finance, ITC, Commission Européenne, Irena, U.S. Geological Survey, EIA, Nations Unies

Il est clair aussi que l'Europe est particulièrement démunie et que le Canada et l'Australie, deux pays liés au bloc occidental et riches en matières premières, se révèlent des partenaires stratégiques, disposant déjà de parts de marché mondiales importantes.

La géopolitique des matières premières nous permet également de prendre conscience de la dépendance de l'Europe au gaz et au pétrole russe, de prendre conscience du rôle que la Russie a pu jouer dans la réussite économique allemande tirée par une industrie florissante adossée à une énergie russe bon marché, une dépendance qui s'est installée depuis le début des années 2000.

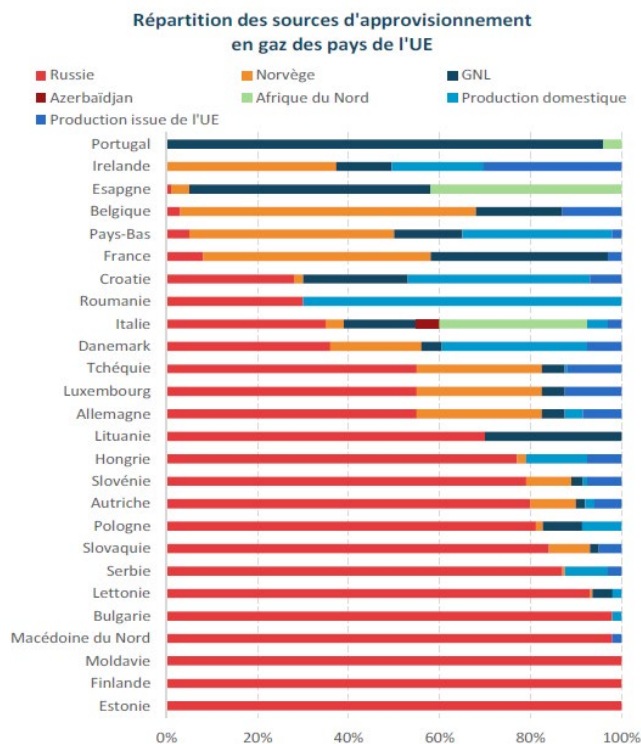
La consommation en gaz naturel de l'Union européenne en 2020 est couverte à 48% par la Russie, principalement à travers le réseau des gazoducs.

L'Union européenne, qui avait déjà mis un coup d'accélérateur au changement de modèle économique et énergétique de nos pays à la faveur de la pandémie de Covid-19, cherche clairement à accélérer encore davantage la transition qui devrait donner un poids conséquent aux énergies renouvelables dans sa production et consommation énergétique et qui passe par ailleurs par le développement de l'électrique notamment dans le transport. Au-delà de la question de l'inflation, la question d'une transition énergétique douloureuse ne doit pas être négligée.

En effet, si l'Union européenne s'est largement rangée derrière les États-Unis dans la gestion du conflit russo-ukrainien, elle n'a pas forcément anticipé la rapidité des ruptures d'approvisionnement et les limites à court terme de solutions alternatives. Preuve en est, le plan REPowerEU de cette dernière n'a pas oublié de prévoir la réduction de la consommation, le plan traitant à la fois du sujet de l'offre et de la demande.

Enfin, la réorientation des flux gaziers américains au profit des Européens au détriment des pays asiatiques n'est pas faite pour améliorer l'image de l'Occident dans le Monde.

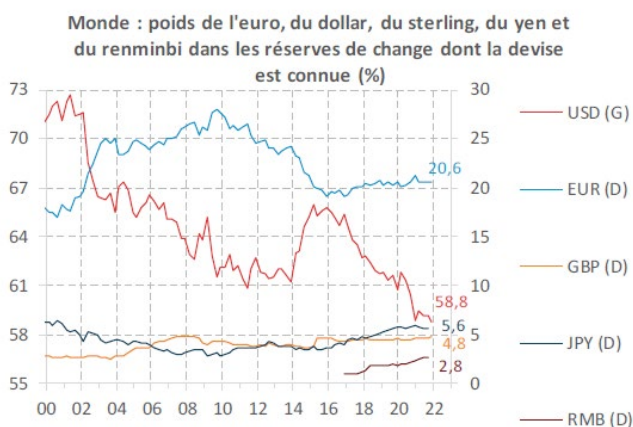
Couper le lien avec la Russie va obliger les pays de l'Union européenne à rapidement déployer des infrastructures de transport, des usines de liquéfaction, des supports logistiques, aujourd'hui sous-dimensionnés. Malgré la volonté affichée de réduction d'émissions de CO2, l'Union européenne va être contrainte de recourir à nouveau davantage au charbon, l'Allemagne venant d'ailleurs de l'annoncer pour son propre pays, suivie par les Pays-Bas.



Source : ICIS, BP Statistical Review of Energy 2021, Covéa Finance

Le conflit russo-ukrainien affecte non seulement le niveau des prix européens mais aussi la structure même de l'économie européenne qui a vu au fil des décennies des pans d'activité disparaître, expliquant l'ampleur de sa dépendance au reste du Monde.

Aborder le Monde en devenir à travers une géopolitique des matières premières nous permet de nous interroger sur l'avenir du dollar. Devise dominante dans les transactions internationales et dans les réserves de change, il a été et reste un des instruments majeurs de la domination américaine, renforcée depuis quelques années par l'extra-territorialité du droit américain dont de nombreuses entreprises non américaines ont déjà fait amèrement les frais.



Sources : FMI, Thomson Reuters, Covéa Finance  
 Les réserves de change dont la décomposition par devise est connue représentent au T4 2021 93% des réserves de change mondiales ; la publication des réserves en RMB ne débute qu'au T4 2016

Le gel des avoirs russes en dollars et en euros envoie un mauvais signal au reste du Monde et notamment à la Chine qui y voit un argument de plus pour faire émerger un système de paiement et des moyens de paiement alternatifs à un moment où le mouvement de régionalisation des économies semble vouloir s'amplifier. Au-delà du dollar, les sanctions occidentales à l'encontre de la Russie fragilisent les instances internationales comme le Fonds Monétaire International (FMI) puisque la Russie ne peut plus avoir recours aux droits de tirages spéciaux. Seul le yuan dans les DTS reste accessible.

### III. Réactions des marchés financiers à la multiplication des divergences dans un monde bouleversé et une mondialisation sous contraintes.

Nous avons régulièrement évoqué l'évolution d'un Monde qui se voulait multipolaire fondé sur le libéralisme économique ancré dans la supériorité du commerce et de l'échange comme facteurs de progrès vers un monde bi-polaire centré sur deux grandes puissances, les États-Unis et la Chine, avec en challenger, la Russie, un monde nouveau dans lequel l'Union européenne fait pâle figure, sur le plan politique comme sur le plan économique. Les entreprises, depuis bientôt trois ans, voient les obstacles se multiplier. La gestion politique, sous couvert, de politique sanitaire a multiplié les difficultés à produire.

Après avoir eu leurs collaborateurs confinés totalement ou partiellement, les entreprises ont été entravées par la désorganisation des chaînes d'approvisionnement à l'origine de l'apparition des premières tensions sur les prix. Les injonctions réglementaires en matière de transition écologique, amplifiées par l'utilisation politique de la crise sanitaire, ont mis sous pression leur modèle économique et alourdi les coûts. La géopolitique les rattrape aujourd'hui. Les entreprises font face à un cocktail de menaces, comme elles n'en avaient pas connues depuis longtemps et elles sont en train de perdre leur soutien inconditionnel, la banque centrale.

Les investisseurs ne s'y trompent pas, d'où le recul massif des marchés actions depuis le début de l'année et la débandade de l'euro face au dollar.

	France	Allemagne	Italie	Etats-Unis	Japon	Chine	Brésil	Russie
<b>ACTIONS</b>	<b>CAC40</b>	<b>DAX</b>	<b>FTSE MIB</b>	<b>S&amp;P500</b>	<b>NIKKEI 225</b>	<b>Shanghai</b>	<b>Ibovespa</b>	<b>MOEX</b>
aujourd'hui	5973,24	13316,76	22101,6	3762,1	26246,31	3306,719	100480,78	2369,54
31/12/2021	7153,03	15884,86	27346,83	4766,18	28791,71	3639,775	104822,44	3787,26
Variation (Locale)	-16,49%	-16,17%	-19,18%	-21,07%	-8,84%	-9,15%	-4,14%	-37,43%
Variation (EUR)				-14,96%	-16,99%	-7,08%	11,96%	-7,22%
aujourd'hui	5973,24	13316,76	22101,6	3762,1	26246,31	3306,719	100480,78	2369,54
plus haut depuis 2019	7376,37	16271,75	28162,67	4796,56	30670,1	3715,372	130776,27	4287,52
date du plus haut	05/01/2022	05/01/2022	05/01/2022	03/01/2022	14/09/2021	13/09/2021	07/06/2021	20/10/2021
Variation	-19,02%	-18,16%	-21,52%	-21,57%	-14,42%	-11,00%	-23,17%	-44,73%
<b>Taux</b>	<b>Taux 10 ans</b>	<b>Yield 10Y</b>	<b>Taux 10 ans</b>	<b>Taux 10 ans</b>	<b>Taux 10 ans</b>	<b>Taux 10 ans</b>	<b>Taux 10 ans</b>	<b>Taux 10 ans</b>
aujourd'hui	2,343	1,774	3,553	3,2977	0,238	2,829	12,794	8,99
31/12/2021	0,198	-0,177	1,05	1,5101	0,071	2,779	10,838	8,38
Variation	2,145	1,951	2,503	1,7876	0,167	0,05	1,956	0,610
aujourd'hui	2,343	1,774	3,553	3,2977	0,238	2,829	12,794	8,99
plus haut depuis 2019	2,391	1,774	4,024	3,4733	0,259	3,435	13,235	13,69
date du plus haut	14/06/2022	21/06/2022	14/06/2022	14/06/2022	16/06/2022	29/04/2019	14/06/2022	28/03/2022
Variation	-0,048	0	-0,471	-0,1756	-0,021	-0,606	-0,441	-4,700
aujourd'hui	2,343	1,774	3,553	3,2977	0,238	2,829	12,794	8,99
plus bas depuis 2019	-0,438	-0,856	0,346	0,5069	-0,285	2,477	6,396	6,92
date du bas haut	15/08/2019	09/03/2020	11/02/2021	04/08/2020	29/08/2019	08/04/2020	01/11/2019	30/07/2021
Variation	2,781	2,63	3,207	2,7908	0,523	0,352	6,398	2,070

La probabilité d'une crise financière doublée d'une crise économique monte significativement.

Les États font également face à une complexité nouvelle. L'Italie et la France atteignent des records historiques de dettes publiques. Chaque point de base de hausse de taux ne fait qu'alourdir le poids de la dette et de son service. La situation budgétaire désastreuse de la France se double d'une situation extérieure nette débitrice très préoccupante.



La situation économique et budgétaire de certains membres de la zone euro exerce une pression forte sur la BCE. Cette dernière doit répondre à un mandat de stabilité des prix alors que l'inflation en zone euro va de plus de 20% pour les pays du Nord à moins de 6% pour pays du Sud, une situation nouvelle au regard du passé traditionnellement plus inflationniste des pays du Sud mais elle doit aussi répondre à une seconde mission, la préservation de la monnaie unique.

Pour préserver la monnaie unique, elle répond à la menace avec des outils qui ne font pas partie des pratiques d'orthodoxie monétaire depuis 2011. Ces outils ont cherché à éviter la fragmentation des marchés obligataires européens caractérisée par des écarts de taux très élevés entre les différentes dettes publiques de la zone euro. On se souviendra que cette fragmentation s'était manifestée lors de la crise des dettes publiques européennes provoquée par la faillite de l'État grec, un séisme qui avait failli emporter la monnaie unique et qui est à l'origine de l'évolution de la politique monétaire européenne et de la multiplication d'instruments nouveaux, dits aujourd'hui « outils ».

Malheureusement, la BCE est rattrapée par une envolée des indices de prix qu'elle n'a pas vu venir et elle pourrait rapidement se retrouver écartelée entre deux missions. Compte-tenu de l'allergie de l'Allemagne à l'inflation par son histoire douloureuse et de l'allergie plus largement partagée avec les pays du Nord à la dette publique, la BCE risque de s'en retrouver otage. Or le resserrement des conditions monétaires fait ressurgir le spectre de la fragmentation des marchés de taux en Europe et l'implosion de l'euro.

Le contexte géopolitique tendu, guerrier, laisse espérer que ce scénario est peu probable mais nous pensons néanmoins qu'il ne faut pas le perdre de vue pour être en capacité de réagir rapidement dans l'ajustement de nos investissements.

## Conclusion

Pour rappel, nous avons pris l'option d'aborder nos Perspectives Economiques et Financières consacrées aux marchés financiers sous l'angle de l'inflation, un fil conducteur fécond dans nos réflexions et nos anticipations, que nous avons analysée à travers nos trois clés de lecture : matières premières, pétrole et dollar.

Les moteurs de l'inflation, mondiale comme la pandémie, sont puissants et multiples et il nous a semblé que l'analyse de la géopolitique des matières premières permet de bien comprendre la mécanique à l'œuvre, d'où notre approche de l'inflation à travers ce prisme. Elle nous permet aussi de faire le lien avec le monde en gestation et de comprendre ce que pourrait être le nouvel ordre mondial.

Les matières premières sont un enjeu stratégique et un outil de domination. Après la concurrence pour la captation des capitaux et des hommes, l'heure est à la compétition pour la captation des ressources naturelles (Nouvelle route de la soie et critique de la politique chinoise en Afrique).

L'inflation semble durable parce que les mécanismes de diffusion des hausses des prix sont enclenchés.

Les banques centrales majeures que sont la BCE et la Fed sont piégées. En retard par erreur d'analyse, elles doivent retrouver de la crédibilité après l'ampleur de la hausse des taux d'intérêt à long terme et l'accroissement de la pente des courbes de taux, tous deux symptômes de l'inquiétude des investisseurs face à la persistance de taux d'intérêt réels négatifs.

Les marchés financiers craignent en retour une réaction très forte des banques centrales avec à la clé une récession économique majeure.

Nous pensons que l'inflation sera difficile à maîtriser car trop de paramètres échappent aux banques centrales d'autant que les politiques budgétaires restent expansionnistes, un peu comme si elles étaient contraintes de ramer à contre-courant.

Cela risque de continuer avec la course à l'armement qui semble s'ouvrir, dans le sillage certes des États-Unis et de la Chine qui ont lancé le mouvement depuis bien longtemps.

Cependant moins aidés par les banques centrales que par le passé, les États extrêmement endettés comme la France ou l'Italie pourraient être contraints de procéder à des arbitrages en allant chercher du financement par réduction des dépenses sociales.

Il faut donc s'attendre à des hausses de taux à long terme significatives. Néanmoins, il est difficile d'imaginer qu'ils puissent maintenir une pente de courbe excessive. Les taux monétaires des banques centrales exerceront des pressions baissières sur les taux à long terme. Tout comme les investisseurs devant la nécessité de redresser les revenus récurrents après des années de taux très faibles et même négatifs pour les pays cœurs de la zone euro. Les investisseurs vont aussi avoir le souhait de réduire la prise de risque après y avoir été contraints par les politiques monétaires. Ceux-ci voudront également reconstituer des portefeuilles plus liquides en réinvestissant sur les emprunts d'État.

Les marchés actions ont souffert et vont encore souffrir du fait d'une moindre attractivité en comparaison avec les marchés de taux.

Enfin, les moteurs des marchés actions ces dernières années tiennent beaucoup aux rachats d'actions par les entreprises elles-mêmes qui ont, en plus, fortement monté leur endettement, une situation critique en période de hausses de taux d'intérêt, de restrictions d'accès au financement, doublée d'une phase inflationniste extrêmement préoccupante que beaucoup n'ont pas vu venir.

La récession mondiale est enclenchée même si elle n'apparaît pas encore dans bon nombre de pays occidentaux. Elle pourrait être précédée ou concomitante à une crise financière en raison d'une croissance économique soutenue depuis plus d'une décennie par un endettement croissant et historiquement élevé des entreprises tout comme des États et des ménages.

Nous privilégions le retour sur les marchés des obligations d'État avec des points d'entrée exigeants et ce malgré des taux réels négatifs afin de reconstruire un flux de revenus récurrents qui nous permette de reprendre du risque actions le moment venu mais aussi parce qu'il ne faut pas écarter l'idée d'un scénario plus rose où l'inflation décélère, ni écarter l'idée que, face à une crise financière majeure, les banques centrales fassent machine arrière et renoncent à la lutte contre l'inflation pour sauver le système financier et donc la croissance.

Nous pensons que l'émergence d'un monde nouveau plus régional mais aussi très conflictuel comme la volonté de relancer les dépenses militaires dans de nombreux pays et de restaurer la souveraineté dans les secteurs considérés comme stratégiques nous invitent à privilégier la proximité et donc les marchés européens et plus spécifiquement de la zone euro même si l'implosion de la monnaie unique européenne reste une épée de Damoclès pour les investisseurs.

La géopolitique nous invite effectivement à la prudence mais le resserrement drastique des normes et obligations en matière de données extra financières nous contraint à rechercher des entreprises aux chaînes de production transparentes, auditables et capables de répondre aux exigences réglementaires de l'Union européenne, un exercice particulièrement complexe dans le cadre d'investissements non européens.

Plusieurs autres thèmes restent autant de menaces, comme la réalité du consensus européen autour d'un projet de croissance commun, la menace d'une « dédollarisation » sauvage de l'économie mondiale ou bien encore, l'implosion de la monnaie unique sous l'effet de la fragmentation de ses marchés obligataires dans le sillage de la remontée des taux à long terme, une probabilité non nulle qui peut nous amener à repenser notre politique d'investissement à l'égard des emprunts allemands.

Moins d'international donc comme déjà souhaité fin 2021 (avant de revenir sur cette décision face à l'invasion russe en Ukraine), plus de zone euro. Nous ne renonçons pas cependant aux placements Actions mais la fixation de points d'intervention redevient majeure.

**Retrouvez l'ensemble de nos analyses sur notre site internet [www.covea-finance.fr](http://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 04 juillet 2022